

LA INVERSION EXTRANJERA Y SU IMPACTO EN EL SISTEMA FINANCIERO
COLOMBIANO DURANTE EL 2007 Y 2008

PROYECTO DE GRADO
TATIANA QUIÑONES ARIAS

UNIVERSIDAD DE LA SABANA
ESPECIALIZACION EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES
BOGOTA
FEBRERO DE 2009

Contenido

I.	INTRODUCCION.....	3
II.	GENERALIDADES	4
III.	COMPORTAMIENTO HISTORICO DE LA INVERSION EXTRANJERA EN COLOMBIA, CONSIDERACIONES A FAVOR Y EN CONTRA.	8
A.	Comportamiento Histórico de la Inversión Extranjera en Colombia.....	8
B.	Consideraciones a favor y en contra	10
IV.	EL SISTEMA FINANCIERO Y EL INCREMENTO EN LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJEROS EN COLOMBIA 2007 - 2008.....	17
V.	CONCLUSIONES.....	20
VI.	BIBLIOGRAFIA.....	22
VII.	ANEXOS	24

I. INTRODUCCION

Un estudio del Foro Económico Mundial realizado en el 2007 ubica a Colombia como el tercer país de Latinoamérica que mas atrae la inversión extranjera, superado solo por Brasil y Chile. La inversión extranjera ha presentado en el país un significativo aumento en los últimos años; entre el año 2000 y 2004 al país ingresaban en promedio US\$ 2.700 millones de dólares por año, entre el 2005 y 2007 este promedio se ubico cerca de los US \$9.000 millones de dólares anuales y para el 2008 pese a la disminución por la disminución de la liquidez mundial y la crisis financiera internacional los flujos de capital extranjero al tercer trimestre se ubicaban cerca de los US 7.000 millones , según datos de Proexport Colombia y el Banco de la República.

El comportamiento de la inversión extranjera directa tuvo un fuerte impacto en la economía colombiana y por ende en el aparato productivo del país, así mismo fuertes movimientos en la tasa de cambio pueden estar explicados en parte por el ingreso de divisas al país a través de inversión extranjera tanto directa como de portafolio, si esto es así la reducción de la liquidez mundial, la crisis financiera internacional y el creciente grado de aversión al riesgo, tendrán un efecto revaloracionista en la tasa de cambio y un fuerte efecto en el crecimiento y desarrollo de la economía colombiana en los próximos años.

Este ensayo busca evaluar cual es el impacto que la entrada de estos capitales tiene sobre el sistema financiero colombiano, que tan importante son estos recursos para el sistema financiero y hasta que punto estos flujos de capital explican los movimientos de la tasa de cambio peso dólar.

II. GENERALIDADES

La Inversión en el sentido económico es aquella actividad a través de la cual se realiza un aumento del capital real de las empresas¹, esta puede realizarse en cualquiera de los factores de producción, cuando estos factores son foráneos se denomina inversión extranjera.

La inversión extranjera puede ser directa o de portafolio; la inversión extranjera directa se puede realizar a través de capital invertido directamente en una empresa, creación de una nueva o de factores de producción como aportes de trabajo, tecnología, tierras o la prestación de servicios, la inversión de portafolio solo puede realizarse en capital y esta dirigida a la adquisición de títulos valores o instrumentos negociados en el mercado publico de valores.

Además de las anteriores las principales diferencias entre la inversión extranjera directa y la de portafolio son:

- **Inversión de Portafolio:** Se realiza generalmente a corto plazo, con fines transitorios y especulativos.
- **Inversión Extranjera directa:** Se caracteriza por ser inversión de largo plazo, que se interesa por el desarrollo directo de la actividad económica, busca la administración o gran influencia dentro de la administración de la misma.

¹ BANCO DE LA REPUBLICA, Introducción al Análisis Económico: El caso colombiano, Bogotá: Banco de la República, 1990. P.64.

En Colombia la inversión extranjera puede realizarse de diferentes formas:

En dinero, mediante la importación de divisas que son convertidas en moneda nacional, ya sea para realizar un aporte directo al capital de una empresa, o para adquirir de terceros los derechos y/o acciones que posean en sociedades existentes. En especie, el aporte se hace a través de la importación no reembolsable de maquinaria, equipos u otros bienes físicos al capital de una empresa, contribuciones tecnológicas, marcas y patentes, la capitalización de recursos en moneda nacional con derecho de giro al exterior

Esta puede realizarse como:

- **Inversión Extranjera Directa:** Es aquella que se realiza para la adquisición de participaciones, acciones, cuotas sociales, bonos obligatoriamente convertibles en acciones o cualquier aporte representativo del capital de una empresa, la adquisición de derechos en patrimonios autónomos constituidos mediante contrato de fiducia mercantil como medio para desarrollar una empresa o para la compra, venta y administración de participaciones en empresas no registradas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, en la adquisición de inmuebles, títulos de participación en procesos de titularización inmobiliaria o a través de fondos inmobiliarios, en aportes de actos o contratos si éstos no representan una participación en la sociedad y las rentas que generen dependen de las utilidades de la empresa e inversiones en sucursales constituidas en

Colombia por personas jurídicas extranjeras, al capital asignado o como Inversión suplementaria al Capital².

- **Inversión Extranjera de Portafolio:** Es la que se efectúa a través de fondos de inversión de capital extranjero en acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones y otros valores negociables en el mercado público de valores, recursos aportados por una o más entidades, ya sean personas naturales o jurídicas extranjeras, con el objeto exclusivo de realizar inversiones en el mercado público de valores. Su administración está a cargo de un administrador internacional y de un administrador local (sociedades fiduciarias y comisionistas de bolsa).
- **Fondos institucionales:** Aquellos cuyos recursos provienen de colocaciones privadas o públicas de cuotas o unidades de participación en el exterior y cuyo objeto principal es realizar inversiones en los mercados de capitales del mundo.
- **Fondos individuales:** Aquellos que invierten en valores negociables en el mercado público de valores para canalizar sus excesos de tesorería, sin que éste sea su objeto principal.

Los principios que rigen la inversión extranjera en Colombia son:

IGUALDAD EN EL TRATO: La inversión extranjera recibe el mismo tratamiento que la nacional, por tanto no debe tener imposición de condiciones o tratamientos discriminatorios o más favorables a los inversionistas extranjeros.

² COINVERTIR, La inversión extranjera en Colombia 2004, Bogotá: COINVERTIR 2005.

UNIVERSALIDAD: La inversión extranjera es permitida en todos los sectores de la economía excepto aquellos sectores que son considerados de interés nacional como defensa y seguridad nacional, procesamiento, disposición y desecho de basuras tóxicas, peligrosas o radiactivas, servicios de televisión abierta (en los que la sociedades concesionarias de servicios de televisión abierta, las cuales no pueden tener inversión extranjera superior al 40% del total del capital social de la concesionaria.

AUTOMATICIDAD: La realización de la inversión extranjera no requiere autorización, salvo en los regímenes especiales previamente establecidos por el gobierno y en las inversiones realizadas en el sector financiero, las cuales requieren de una autorización previa de la Superintendencia Financiera.

ESTABILIDAD: Las condiciones para el reembolso de la inversión, así como para la remisión de las utilidades no pueden ser modificadas durante dure la misma de tal forma que perjudique al inversionista. En Colombia existe una excepción a este principio y lo fue establecido para la eventualidad en la cual las reservas internacionales sean inferiores a tres meses de importaciones, aunque esta situación no se presenta en el país en los últimos 25 años³.

³ PROEXPORT COLOMBIA, Inversión extranjera en Colombia, Bogotá: 2005.

III. COMPORTAMIENTO HISTORICO DE LA INVERSION EXTRANJERA EN COLOMBIA, CONSIDERACIONES A FAVOR Y EN CONTRA.

A. Comportamiento Histórico de la Inversión Extranjera en Colombia

La liquidez que a nivel internacional se tenía hasta el año 2.006, el importante crecimiento de la demanda de productos naturales y materias primas producidas en Latinoamérica, un crecimiento estable y sostenido a lo largo de los últimos años en la región han sido las razones por las cuales América Latina ha presentado un aumento significativo marcando records históricos en el ingreso de flujos inversión extranjera a la región.

El aumento de la inversión extranjera en América Latina entre el 2.006 y el 2.007 alcanzo un 46%, muy por encima del 17% que en promedio se presento para los países en desarrollo⁴ y el 43% que presentaron las economías en transición⁵. En América Latina el mayor receptor de flujos de capital extranjero es Brasil, seguido por México, Chile y Colombia, sin incluir centros financieros.

⁴ Inversión extranjera en América Latina y el Caribe anota récord en 2007 - Informe de la CEPAL, 09 mayo 2008.

⁵ Países europeos y del oeste de Asia que iniciaron, en 1989, una transición hacia regímenes políticos democráticos, y que están en proceso de transición de una economía planificada (o socialista) hacia una economía de mercado (o capitalista).

Cuadro I.1
**DISTRIBUCIÓN MUNDIAL DE LAS ENTRADAS NETAS DE INVERSIÓN EXTRANJERA
 DIRECTA EN EL MUNDO, POR GRUPOS DE PAÍSES RECEPTORES, 1992–2007**
 (En miles de millones de dólares)

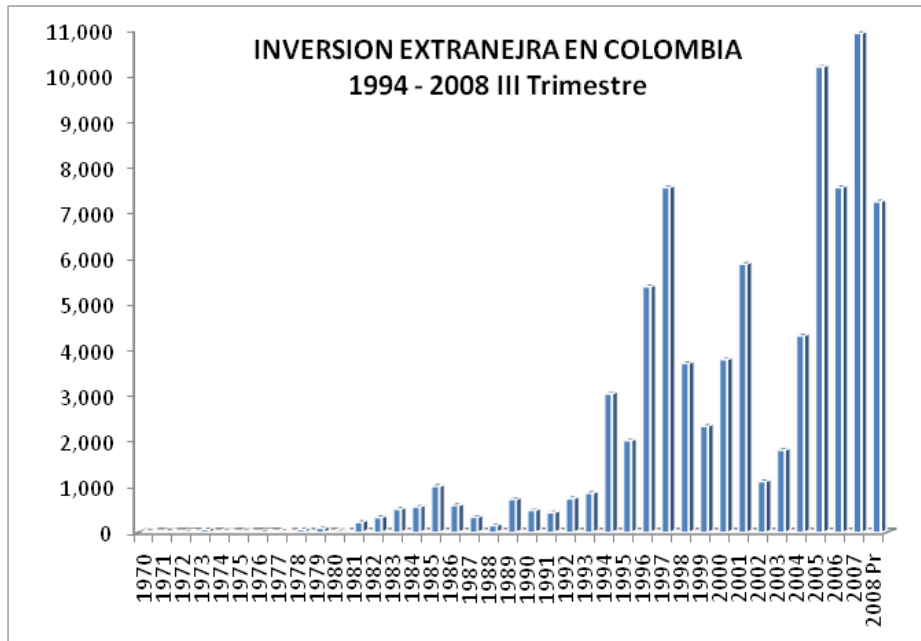
	1993–1997 ^a	1998–2002 ^a	2003–2007 ^{ab}	2006	2007 ^b	Porcentaje de cambio, 2006–2007 ^b
Total mundial	340 593	934 825	1 067 010	1 305 852	1 777 183	36
Países desarrollados	207 908	713 359	692 663	857 499	1 235 459	44
Países en desarrollo	126 943	210 505	319 533	379 070	442 548	17
América Latina y el Caribe ^c	38 820	83 849	82 957	83 753	116 009	39
Europa Sudoriental y Comunidad de Estados Independientes	5 741	10 961	54 814	69 283	99 176	43

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales; Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *World Investment Report, 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, Ginebra, 2007. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.07.II.D.9; y estimaciones para el 2007 sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del World Investment Service del Economist Intelligence Unit (EIU), disponibles al 30 de abril de 2008.

- ^a Promedios anuales.
- ^b Cifras preliminares.
- ^c Incluye centros financieros.

En este auge de flujos de inversión hacia América Latina, Colombia ha logrado atraer montos importantes, logrando en el 2.007 un monto de 10,933⁶ millones de dólares cifra record en la historia del país, y al tercer trimestre del año 2.008 el monto de inversión extranjera recibida en el país fue de 7,241 millones de dólares (las cifras a cierre de año no han sido publicadas) sin embargo se espera que sobrepase el monto recibido en el 2.007.

⁶ Cifras tomadas del Banco de la República



Fuente: Banco de la República

B. Consideraciones a favor y en contra

Sobre los efectos de la inversión extranjera en la economía se han hecho diversos planteamientos y al respecto se encuentran diversas consideraciones, de manera generalizada se considera que la inversión extranjera genera empleo y transmite conocimiento, pero hay otras consideraciones que deseo resaltar entre las que se encuentran:

1. La inversión extranjera implica per se, entrada de divisas al país y compensa en cierto modo cuando se presenta restricción del financiamiento externo, sin embargo una salida drástica e inesperada de esos genera desequilibrios macroeconómicos, esta situación es considerablemente mas delicada con los flujos de capital que están destinado a inversión de portafolios y que son recursos de corto plazo, no es considerable el riesgo cuando la inversión es directa y esta representada en activos productivos.

2. El aumento de los flujos de inversión extranjera en una economía puede generar un flujo de divisas importante que genere presiones apreciativas en la moneda nacional, dada una sobreoferta de divisas extranjera, lo que afecta los términos de intercambio y las exportaciones.
3. El aumento en la entrada de divisas a la economía permite aliviar desequilibrios externos y por ende atenuar los efectos negativos que estos tienen sobre el crecimiento.
4. Un aumento significativo de inversión extranjera permite de manera más fácil el blanqueo de dineros ya que entre mayor sea el flujo de capitales entrantes a la economía más difícil es la identificación y el rastreo de la procedencia de los mismos, esta consideración especialmente aplica para el caso colombiano, donde en diversas ocasiones se ha especulado sobre el origen de algunos capitales que están ingresando al país.
5. Estudios empíricos demuestran una relación fuerte entre el crecimiento de la inversión extranjera y el crecimiento del PIB per cápita⁷, dada la transferencia de conocimiento, tecnología y mejoramiento de la productividad en la industria doméstica, sin embargo esto no se presenta sino se cuenta con el capital humano suficiente para asimilar y guardar esta transferencia de conocimiento.

⁷ Inversión Extranjera y Crecimiento Económico, Alejandro Gaviria y Javier Gutiérrez, Archivos de Macroeconomía; República de Colombia Departamento Nacional de Planeación, documento 022 17 de diciembre de 1993.

6. La inversión extranjera directa incrementa el stock de capital, produciendo un aumento de la capacidad productiva de la economía, y por ende un contribuye al crecimiento, es importante resaltar que esto solo se obtiene con inversión extranjera directa y el aumento del stock de capital se presenta, siempre y cuando los flujos de inversión no se destinen a la compra de activos productivos ya existentes.

7. El aumento de la productividad y la eficiencia lograda en las empresas que presentan inversión extranjera no siempre se traduce en una disminución de precios, ni en un aumento de competitividad en el mercado, ya que dadas las condiciones del mercado interno las empresas multinacionales terminan asumiendo las políticas de precio y competitividad de las empresas domesticas.

8. Se genera el desplazamiento de las empresas domesticas dado la inversión en tecnología que las empresas receptoras de inversión extranjera presentan, lo que puede terminar ocasionando problemas de empleo de manera especial en países en desarrollo dada la poca capacidad del empresario domestico de acceso a este tipo de tecnología.

Estas y muchas consideraciones mas se han planteado en el debate nacional e internacional respecto a los efectos de la inversión extranjera sobre el crecimiento y el desarrollo de un país, obteniendo una consideración generalizada enfocada hacia el efecto positivo que en el incremento de la capacidad productiva, la competitividad, el traslado de conocimiento y tecnología tiene sobre la economía

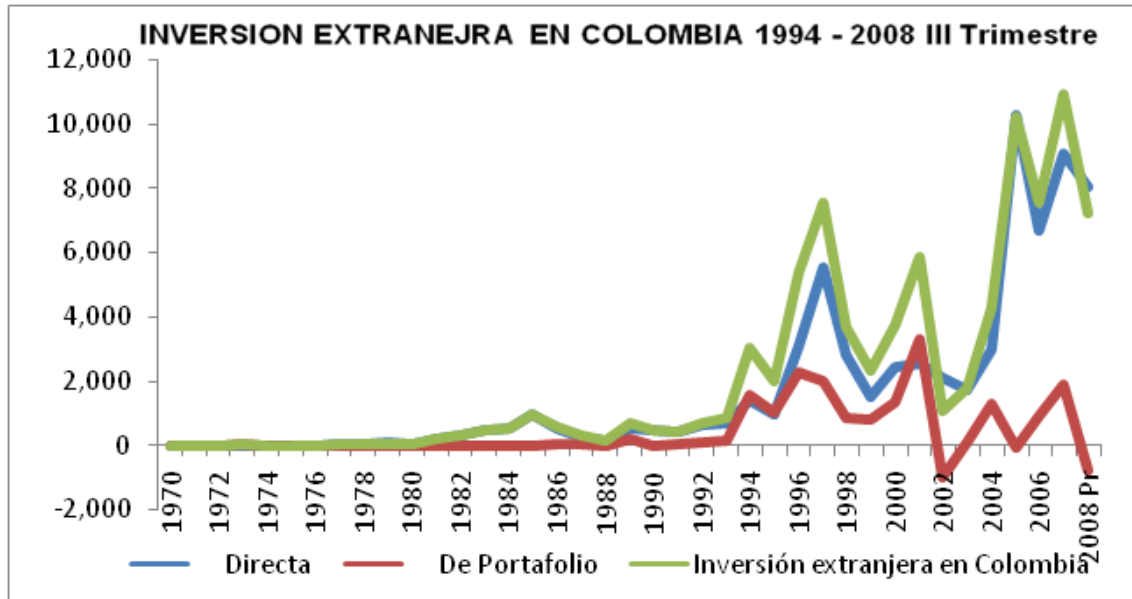
de un país el aumento de la inversión extranjera directa, y sobre los efectos también positivos pero a la vez riesgosos que implica el ingreso de flujos de capital de corto plazo para inversión en portafolios.

Es importante resaltar que los flujos de inversión extranjera directa (IED) en el país han presentado incremento importante durante los últimos años, mucho mayor que los flujos de capital destinados a inversión en portafolio; llevando a Colombia en los últimos años a localizarse por encima del promedio de los países en desarrollo en ingreso de inversión extranjera directa como proporción del PIB.

“En 2007, la cuarta parte del crecimiento del PIB de la economía Colombiana fue generado por la IED. En promedio desde el 2002 hasta el 2007, la IED ha contribuido con un punto adicional anual al crecimiento del PIB. En medio de la crisis internacional, la atracción de IED se convierte en una ayuda fundamental para mantener buenos niveles de crecimiento económico”⁸. Estas son las consideraciones que respecto al comportamiento de la inversión extranjera directa y su impacto en el crecimiento de la economía colombiana realiza un estudio realizado por FEDESARROLLO y contratado por el ministerio de comercio, industria y turismo en el año 2.008.

Realizando una revisión de las cifras oficiales publicadas por el Banco de la República respecto a la inversión extranjera en Colombia se observa que efectivamente la IED ha venido presentando aumentos muy significativos y por encima de la inversión en portafolio.

⁸ Estudio Sobre El impacto de la Inversión Extranjera directa en la economía colombiana, FEDESARROLLO 2.008



Fuente: Banco de la República

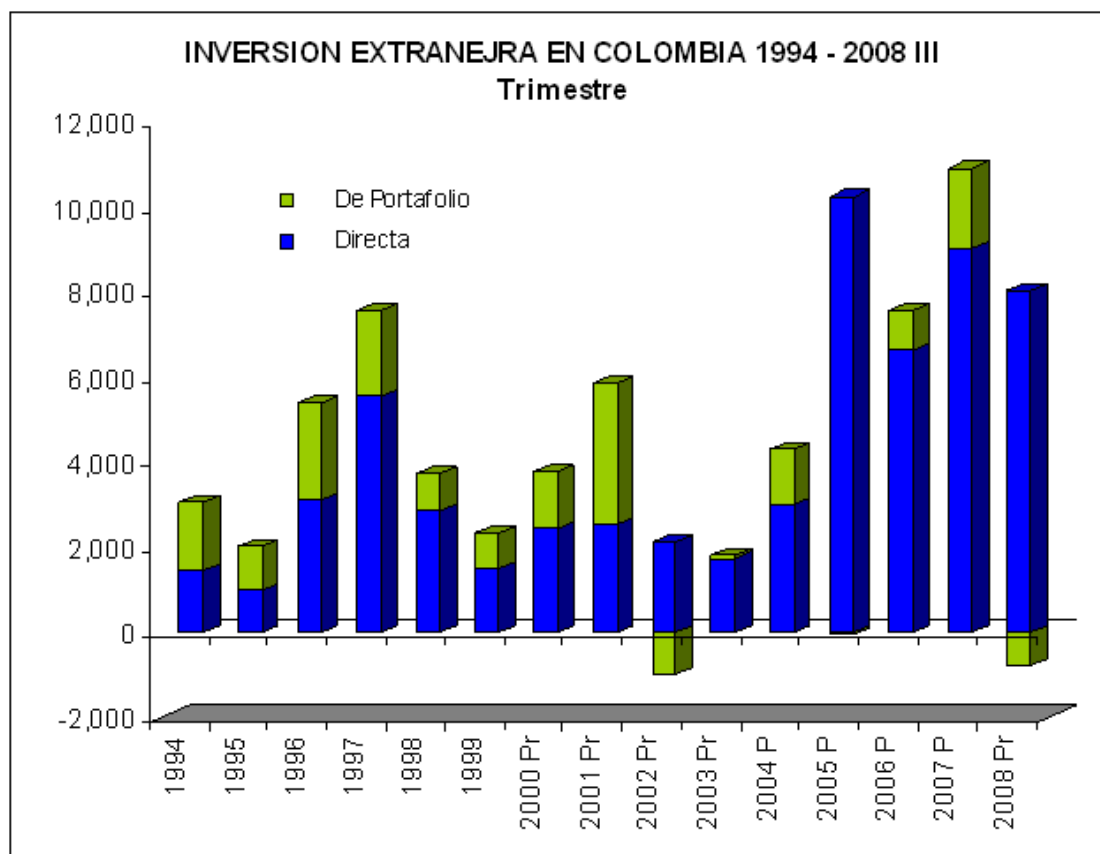
El plan nacional de desarrollo 2006 – 2010 en su cuarto capítulo “Crecimiento alto y sostenido: la condición para un desarrollo con equidad” el departamento nacional de planeación y el gobierno nacional establecen que los mayores niveles de crecimiento requieren la elevación de la tasa de inversión, se tiene como meta elevar el crecimiento promedio a una tasa no inferior al 5%, para lo cual la inversión deberá elevarse al 26,1% en 2010, lo que equivale a un crecimiento anual promedio de la inversión del 6,4% a partir de 2007.

	PIB	Inversión extranjera en Colombia	% Inversión Extranjera / PIB
2,000	196,373,851	3,768,420	1.92%
2,001	213,582,653	5,918,648	2.77%
2,002	232,933,484	1,103,146	0.47%
2,003	263,887,767	1,824,891	0.69%
2,004	299,066,590	3,929,108	1.31%
2,005	335,546,939	10,085,374	3.01%
2,006	383,322,872	7,112,909	1.86%
2,007	431,839,018	9,435,615	2.18%
2008 *	354,013,593	7,893,904	2.23%

* Datos al III trimestre

Fuente: Banco de la República

Las estadísticas del comportamiento de la inversión extranjera en Colombia desde 1994 al tercer trimestre del 2008 muestran como desde el año 2005 se ha presentado un aumento significativo de los flujos de inversión extranjera directa y de portafolio; que solo hasta el año 2008 comenzaron a disminuir como fruto del de la crisis financiera internacional y la disminución de la liquidez del mercado financiero mundial.

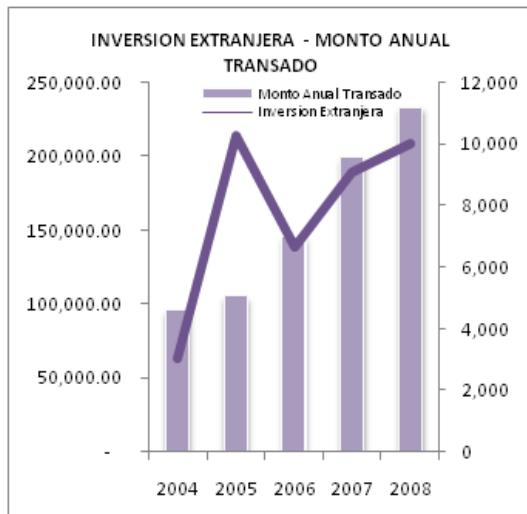


Fuente: Banco de la República – Proexport Colombia

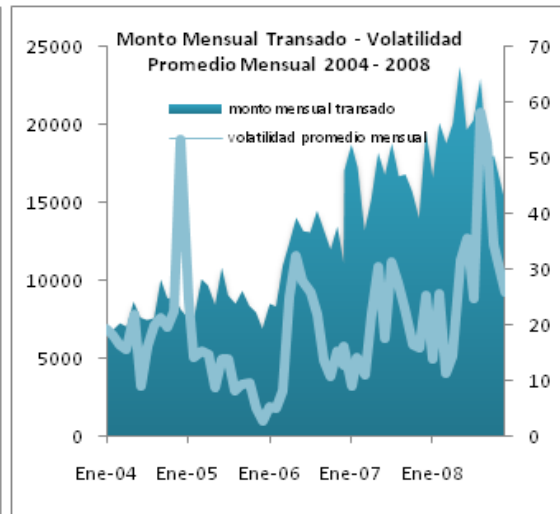
Dada la importancia que tiene la inversión extranjera como factor de crecimiento económico y su inclusión como factor de crecimiento para la economía Colombiana, en la legislación Colombiana la inversión extranjera tiene garantías establecidas por ley que le garantizan al inversionista la libre transferencia de capital y utilidades y que solo en casos excepcionales de disminución de reservas internacionales menores a tres meses de importaciones se podrían imponer restricciones a los movimientos de las mismas, sin embargo dadas las fuertes fluctuaciones de la tasa de cambio presentadas durante los últimos años se han tomado medidas legislativas que establecen sanciones al movimiento de los capitales de corto plazo con el objetivo de disminuir el ingreso de flujos de capitales especulativos.

IV. EL SISTEMA FINANCIERO Y EL INCREMENTO EN LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJEROS EN COLOMBIA 2007 - 2008

Dado que la totalidad de los recursos que ingresan al país como inversión extranjera deben canalizarse a través del sistema financiero, fuertes movimientos en los flujos de capital que ingresan a la economía pueden ocasionar apreciaciones o depreciaciones importantes en la moneda nacional.



Fuente: INFOFINANCIERA, Cálculos Propios



Fuente: INFOFINANCIERA, Cálculos Propios

Observando los montos de dólares transados en el sistema financiero colombiano y la volatilidad de la cotización, se evidencia un aumento gradual pero sostenido del monto de dólares transados y la volatilidad que son coincidentes con el incremento de los flujos de inversión extranjera directa, esta comparación se realiza omitiendo la inversión de portafolio dado que para el periodo en análisis, los flujos de inversión extranjera de portafolio como consecuencia de la crisis financiera internacional y el aumento de la aversión al riesgo y la disminución de la liquidez internacional ha venido disminuyendo su participación, hasta llegar a ser negativa al tercer trimestre del 2.008.

Participación de la Inversión Extranjera Directa y de Portafolio frente a la Inversión Extranjera Total

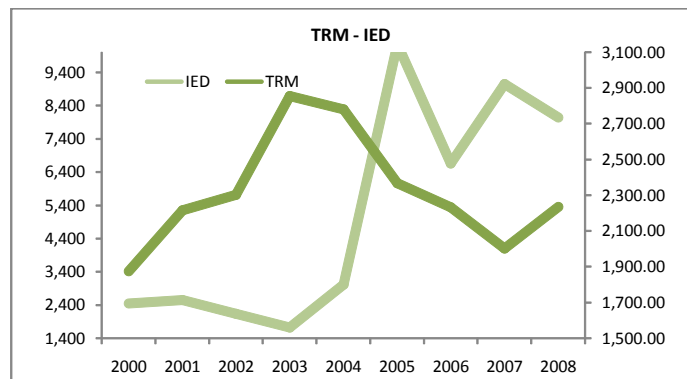
	% IED	% Inv Portafolio
2004	70%	30%
2005	101%	-1%
2006	88%	12%
2007	83%	17%
2008	109%	-9%

Fuente: Banco de la Republica, Calculos Propios

Colombia ha presentado en los últimos años movimientos muy fuertes en la cotización del peso frente al dólar en los últimos años, el coeficiente de correlación entre la IED y la TRM es de -0.3052, que sin ser muy alta si nos indica que estas dos variables presentan una relación lineal inversa, sin desconocer que en el comportamiento de la tasa de cambio peso/dólar inciden diversas variables, y que los flujos de inversión extranjera que salen y entran al país solo es una de estas.

	TRM	IED
2000	1,873.77	2,436
2001	2,215.35	2,542
2002	2,301.33	2,134
2003	2,854.29	1,720
2004	2,780.82	3,016
2005	2,367.76	10,252
2006	2,233.31	6,656
2007	2,001.72	9,049
2008	2,234.00	8,043

Coeficiente de Correlacion (0.3052)



Fuente: SUPERFINANCIERA, Banco de la República y Cálculos Propios.

Es claro en cierta medida las fuertes fluctuaciones en la tasa de cambio peso/dólar se presentan por la monetización de la inversión extranjera que ha ingresado al país en los últimos años, evidenciada mas por el aumento de los montos negociados y el numero de operaciones que por las fluctuaciones en la cotización de la misma; dado que las fluctuaciones están explicadas no solo por el ingreso de divisas al país sino también por el comportamiento de los mercados financieros internacionales.

Teniendo en cuenta que los flujos de inversión que han ingresado al país son en su mayoría inversión directa, los efectos que la apreciación que ha tenido la moneda nacional se ve compensada por los efectos en crecimiento, competitividad y desarrollo que la misma ha traído a la encomia colombiana, tal como lo demuestra el estudio realizado por FEDESARROLLO y el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

V. CONCLUSIONES

- Los flujos de capital extranjeros en las economías en desarrollo cumplen un papel fundamental como fuente de desarrollo dado que traen consigo competitividad al mercado, tecnología, capacitación del personal; esto siempre que esta este dirigida a los sectores productivos del país.
- El aumento de la inversión extranjera en América Latina desde el año 2005 estuvo impulsada por el incremento en la demanda y en los precios de de los bienes producidos en estos países, el crecimiento de la economía China y sin lugar a dudas por los altos niveles de liquidez mundial en el sistema financiero internacional. Como consecuencia de la monetización estos flujos los países de América Latina presento fuertes devaluaciones de sus monedas. Dado lo anterior y en el actual contexto económico mundial las economías Latinoamericanas pueden presentar un fuerte revés en su crecimiento económico y una fuerte revaluación en sus monedas.
- Colombia ha sido un gran receptor de flujos de capital durante los últimos años, estos flujos explican en gran medida el comportamiento de la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar, dado que los aumentos de tasa de cambio fueron acompañados por un aumento en los volúmenes de negociación, la volatilidad y una fuerte devaluación. Sin embargo las medidas de control de capitales tomadas en el país fue controlando y disminuyendo paulatinamente el ingreso de capitales con destinados a la inversión de portafolios, lo que hace al país en momentos de crisis y

disminución significativa de la liquidez menos vulnerable a la fuga de capitales y el choque que esto puede ocasionar tanto en el sistema financiero como en el aparato productivo del país.

VI. BIBLIOGRAFIA

- NIÑO, Daniel. El Entorno Externo y la Economía Colombiana; Investigaciones Bancolombia, 2007.
- NIÑO, Daniel. Dilemas de Política Económica; Investigaciones Bancolombia, 2007.
- URIBE, José Darío, Algunas consideraciones sobre la política monetaria y el mercado de capitales, Colombia, 2007.
- NARANJO, John. Entorno Económico Continuidad Febrero 2008; INALDE.
- ELIAS, Silvana, FERNANDEZ Rosario, FERRARI Antonella, inversión extranjera directa y crecimiento económico: un análisis empírico, Argentina, 2006.
- BRC Investor Services S.A, Notas del mercado de capitales, Colombia; 2008.
- PROEXPORT, Colombia, Colombia una oportunidad de oro, 2007.
- CAICEDO, Juan Martín, Evolución de la inversión extranjera en Colombia y situación económica, Colombia: “El cuarto de hora de la infraestructura”, 2007.

- TENJO, Fernando, MARTINEZ, Jorge, LOPEZ, Enrique, Los ciclos de la inversión y su financiamiento en Colombia: Borradores de Economía, 2007.
- PROEXPORT COLOMBIA, Inversión Extranjera en Colombia 2008; Noviembre de 2008.
- GAVIRIA Alejandro, GUTIERREZ Javier Alberto, Inversión Extranjera y Crecimiento Económico, Departamento de Planeación Nacional; Archivos de Macroeconomía 022, Diciembre de 1993.
- CLAVIJO Sergio, VERA Alejandro, NIETO Adriana; Portafolios de Inversion Provenientes del exterior: Capitales Off Shore. ANIF, Mayo 2007.
- CLAVIJO Sergio, MONTOYA Germán; Ortodoxia antiinflacionaria y heterodoxia en flujos de capital.
- CEPAL, Inversión Extranjera Directa y Empresas Transnacionales en América Latina y el Caribe 2008.
- UNCTAD, Informe sobre las inversiones en el mundo 2008, las empresas transnacionales y el desafío de las infraestructuras.

VII. ANEXOS

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Germán Montoya

ISSN 1794-2616

Julio 1 de 2008



No. 935

ORTODOXIA ANTIINFLACIONARIA Y HETERODOXIA EN FLUJOS DE CAPITAL

Anif ha sido señalado recientemente como “heterodoxo” por cuenta de defender la validez de los controles de capital en la coyuntura actual (2007-2008). Para quienes no lo sepan, dicho calificativo, al interior de la profesión, tiene connotación peyorativa y en otras épocas arriesgaría “expulsión” del clan de los académicos puros.

Sin embargo, quienes así nos catalogan olvidan que la razón fundamental por la cual Anif recurre a este “segundo mejor” de los controles de capital es en aras de un principio “súper ortodoxo”: el control de la inflación. Heterodoxia antiinflacionaria, por el contrario, es la que promulgan quienes todavía consideran que 200-300 puntos básicos (pb) de inflación adicional “no le hacen daño a nadie”. No menos de dos premios Nobel de economía se han otorgado por demostrar, históricamente hablando, que no existe ninguna posibilidad de “comprar” más empleo a punta de mayor inflación (Friedman, 1976, y Phelps, 2006).

Anif considera que el Banco de la República (BR) y el Ministerio de Hacienda (MHCP) están haciendo bien su tarea al tratar de meter la inflación subyacente (sin alimentos) dentro del rango-meta de 3.5%-4.5% (actualmente en 4.8%), aunque la inflación total seguramente cerrará en 6% durante 2008, por

cuenta del choque temporal de los alimentos-energéticos. Sin embargo, en una decisión poco acertada y contraria a la que esperabamos, el BR optó el pasado 20 de junio por mantener inalterada su tasa repo-central en niveles de 9.75% (ver *Informe Semanal* No. 934 de junio de 2008).

Un segundo componente de la ortodoxia económica que defiende Anif tiene que ver con la flotación cambiaria, pues es la única forma de tener verdadero control sobre la liquidez de la economía (masa monetaria exógena). Pero esto no implica que podamos despreocuparnos del curso que tome la tasa de cambio nominal (ahora apreciándose a ritmos promedios de 15% frente al dólar en lo corrido de 2008) o la tasa de cambio real (la cual percibimos con un desalineamiento de 10%-15% respecto a sus “fundamentales”).

A pesar de que parte de esta apreciación se ha podido absorber vía ganancias en productividad (a ritmos de 2%-3% anual durante 2003-2008), la sola falta de infraestructura continúa representando sobrecostos que bordean el 20% respecto a competidores de la región. Esto es especialmente grave cuando carecemos de un TLC sólido con Estados Unidos y nos recargamos en la impredecible economía de Venezuela.

Dicho de otra manera, Anif considera que existe una “trinidad económica imposible”, donde de forma simultánea no se puede controlar la inflación, dejar flotar la tasa de cambio y mantener libres los flujos de capital. Si algo tiene que ceder, Anif considera que deben ser los flujos especulativos de capital, con el fin de preservar el control inflacionario y la flotación cambiaria (ver *Informe Semanal* No. 933 de junio de 2008).

A continuación explicaremos: 1) en qué han consistido dichos controles; y 2) cómo es que la Inversión Extranjera Directa (IED), con vocación de estadía productiva de más largo plazo, ha continuado apreciando la tasa de cambio. Pero esta IED no sólo no debe combatirse, sino que debe convidársele en mayor cuantía y estadía, especialmente la dirigida a proyectos cero-kilómetros (*green-field*).

Formas y montos de los controles de capital

Dentro de este marco de “solución de segundo mejor”, Anif aplaudió el fortalecimiento de los controles de capital de mayo-junio de 2008 impulsados por el gobierno, a saber: i) elevación del 40% al 50% del depósito para la inversión extranjera de portafolio; ii) incremento del porcen-

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Germán Montoya

ISSN 1794-2616



Julio 1 de 2008

Pág. 2

taje de descuento por restitución anticipada de los depósitos *off-shore*; y iii) adopción de permanencia mínima de 2 años de la IED (...el que nada debe...). Desde que se establecieron los controles, en mayo de 2007, el endeudamiento externo se ha desacelerado y los flujos *off-shore* han disminuido en cerca de US\$500 millones (vía balanza cambiaria, que es la que afecta el mercado cambiario).

En el caso del endeudamiento externo, el incremento del diferencial de tasas de interés internas-externas (ahora en 775pb) obviamente no se ha podido contrarrestar, a pesar del incremento del encaje. Nuestros cálculos indican que el depósito de 40%, que generaba un sobrecosto de 2.8% en horizontes cortos hacia finales de 2007, pasó a niveles de 1.3% en junio de 2008 (ver gráfico 1). Nótese, además, que los porcentajes de descuento por restitución anticipada se relajaron de 9.4% a 5.72%, en la parte corta, y de 1.63% a 0.98%, en la parte mediana.

En el caso del *off-shore*, los controles se endurecieron al elevar el depósito de 40% a 50% a partir de junio de 2008. El gráfico 1 ilustra cómo, a su vez, los porcentajes de restitución se endurecieron al pasar de 5.72% a

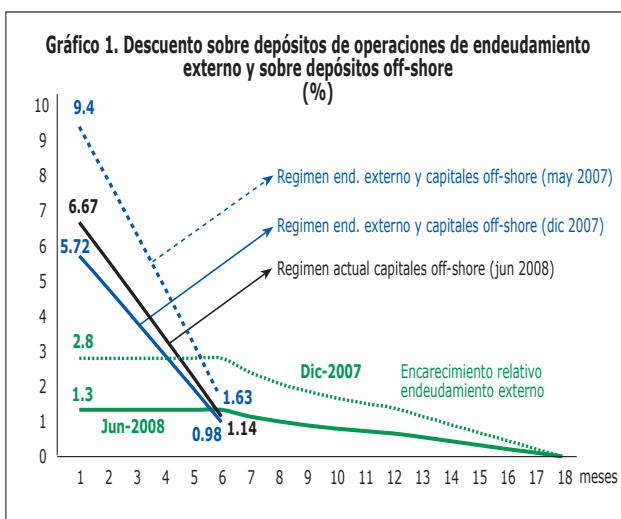
6.67% (restitución anticipada 6 meses) y de 0.98% a 1.14% (1 mes antes). Además, a partir de abril 2008, el pago de financiamiento de importaciones con posterioridad a 6 meses ha estado sujeto al depósito de 40%.

Efectividad de los controles

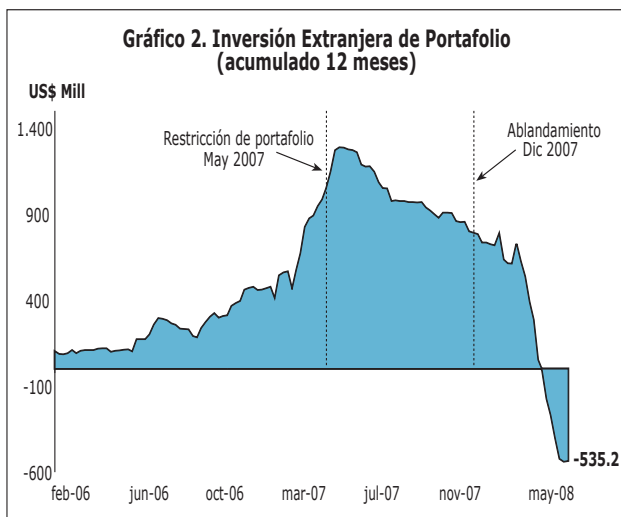
Se ha dicho que estas medidas son poco efectivas, pero curiosamente todos los bancos de inversión han venido clamando por su desmonte: ¿son o no efectivos?

Anif considera que se ha venido usando el termómetro equivocado para concluir que no lo son. Sencillamente aducen que la tasa nominal continúa cayendo frente al dólar. Lo primero que cabe señalar es que dichos controles han afectado algo menos de un tercio de dichos flujos de capital; luego si las otras dos terceras partes (IED), no controladas, siguen entrando, el resultado obvio es una marcada apreciación cambiaria. Como ya lo mencionamos, dicha IED es bienvenida por su vocación productiva.

Entonces la conclusión, para decirlo de entrada, es que dichos controles sólo operan en el margen y sobre el capital especulativo de corto plazo (y así debe ser), pues la IED no debe afectarse. Además, existen formas de elusión, pero igual ellas generan sobrecostos (tales como incrementar las tasas de interés para mercados locales). Pero en últimas disuaden los influjos de corto plazo, por una u otra vía, y ayudan a menguar la apreciación.



Fuentes: Banco de la República, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y cálculos Anif



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Germán Montoya

ISSN 1794-2616



Julio 1 de 2008

Pág. 3

Al mirar las cifras, Anif ha encontrado que: i) el capital *off-shore* está estancado en los US\$4.500 millones y, de hecho, por balanza cambiaria hoy se observa una contracción de US\$500 millones (ver gráfico 2); y ii) el ritmo de endeudamiento externo ha caído de US\$7.000 millones a casi la mitad durante el último año (ver gráfico 3). Nótese que esta última variable aún no incluye el efecto de agilización de pago de dichos créditos a partir de junio de 2008. Si el BR se ve en la obligación de elevar su tasa de interés repo-central para controlar la inflación subyacente en los próximos meses, el Gobierno debería retomar la obligación de estadía de los capitales *off-shore* que vayan a renta fija (TES), tal como ocurría en 2004-2006.

pliendo el diferencial de tasas de interés. Sin embargo, dada la magnitud de dicho diferencial y la continuidad de los flujos dedicados al sector productivo (IED), la apreciación cambiaria ha sido marcada.

Esto no quiere decir que dichos controles hayan sido inocuos, pues de hecho los especuladores de corto plazo están disgustados con las autoridades, precisamente por su efectividad. En particular, vimos que dichos controles: i) se han basado en mecanismos de precio que han desincentivado los influjos de capital en el margen; ii) se han concentrado en las entradas y no en las salidas de capital, y iii) han afectado los flujos de corto plazo y no los de largo plazo (IED). De hecho, la renta variable ha sido eximida en lo correspondiente a ADR y nuevas emisiones, luego claramente la postra-

ción de este mercado tiene otros determinantes de tipo estructural (propiedad familiar, esquemas tributarios y falta de nuevas emisiones), además del “efecto sequía” de acciones tradicionales que han causado las nuevas acciones del sector energético.

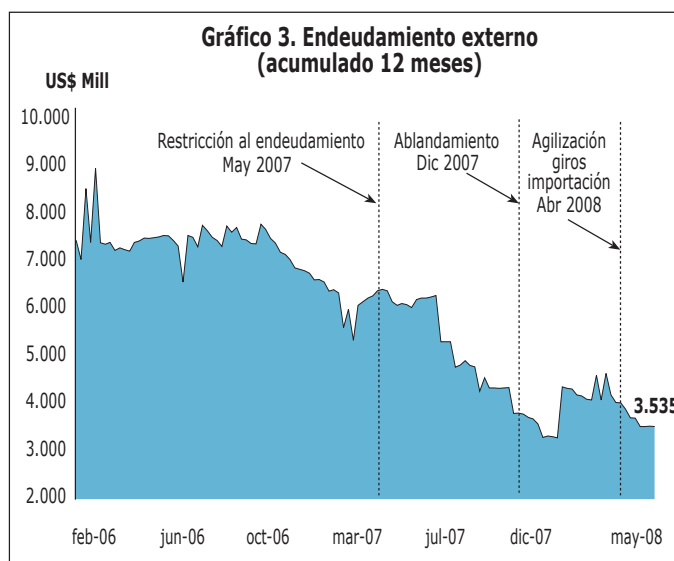
Bajo la actual coyuntura de: i) baja credibilidad del BR frente a su lucha antiinflacionaria; ii) alta necesidad de anclar y frenar las expectativas inflacionarias del mercado; y iii) altos niveles de apreciación cambiaria, resulta no sólo improcedente sino perjudicial para la competitividad de nuestro sector productivo levantar los controles de capital de forma prematura.

Finalmente, es clave tomar conciencia de que el “establecimiento” ha mantenido, en medio de este contexto, dos serias contradicciones: i) les preocupa el impacto de la revaluación sobre el sector productivo, pero están en desacuerdo con los controles de capital; y ii) dicen preocuparles los rebrotes inflacionarios, pero piden que disminuyan las tasas de interés. Bajo estas circunstancias de crecimiento económico convergiendo a su potencial actual (5.5%) y una amenaza inflacionaria, Anif recomienda mantener un talante ortodoxo antiinflacionario y uno heterodoxo frente a los influjos de capital especulativos.

Conclusiones

En síntesis, Anif considera que los controles de capital constituyen un “segundo mejor” y que deben aplicarse temporalmente si las autoridades enfrentan el dilema de la “trinidad imposible”, donde claramente el control de la inflación y la flotación cambiaria deben tener prioridad.

Como vimos, los controles se han ido endureciendo gradualmente, a medida que se ha ido am-



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

NOTAS DEL MERCADO DE CAPITALES

No. 18_Enero 2008

Implicaciones de la reevaluación en el análisis de riesgo de las Empresas de perfil Exportador.

Introducción

La tendencia revaluacionista del peso colombiano observada durante los últimos años, ha traído consigo un impacto negativo para algunas empresas con perfil exportador, muchas de las cuales han presentado reducción en sus márgenes de rentabilidad e incluso algunas de ellas han incurrido en pérdidas que las han llevado a implementar diversos tipos de ajustes estructurales para asegurar su viabilidad económica. Otras firmas, a su vez, han podido hacerle frente a este fenómeno aprovechando el dinamismo comercial de algunas economías y han logrado beneficiarse en sus resultados operativos y financieros.

Son diversos los factores que se han conjugado en la apreciación del peso desde el año 2003. Entre ellos el alto dinamismo exportador¹; el aumento de los giros por remesas;² el crecimiento de la inversión extranjera³; la venta de empresas nacionales a inversionistas extranjeros; la devaluación del dólar a nivel mundial dado el comportamiento de los fundamentales macroeconómicos del mercado estadounidense; y la afluencia de recursos de capital atraídos por una mayor rentabilidad frente a la ofrecida en los países desarrollados.⁴ Estos aspectos no deben ser

¹ Según el DANE, las exportaciones han crecido un 15.5% entre agosto de 2006 y 2007, ascendiendo a US\$18.235 millones. Desde mediados del 2006, la tasa de crecimiento anual de las exportaciones se ha estabilizado en un rango cercano al 15%.

² El estimado total de remesas para finales del 2007 es cercano a los US\$4.500 millones, según el Banco de la República.

³ Según el Banco de la República, la inversión extranjera directa (IED) para el primer semestre de 2007 alcanzó en Colombia una cifra de US\$ 4.109 millones, lo que representa un incremento de 43% frente a la cifra registrada para en el primer semestre del año anterior (US\$2.876 millones). En el mismo periodo, ésta alcanzó los US\$2.489 millones en el 2005, US\$1.429 millones en el 2004, y US\$839 millones en el 2003, evidenciándose la tendencia creciente en el flujo de inversión extranjera directa.

⁴ Otro factor que no puede obviarse en el análisis, es el relacionado con los dineros provenientes de las actividades ilícitas, pues este es un rubro

considerados como aspectos negativos de la economía, pues obedecen al mejoramiento en sus condiciones macroeconómicas y al afianzamiento de la confianza internacional en el país.

Sin embargo, no hay que perder de vista que de continuar sostenidamente la apreciación del peso colombiano frente al dólar se puede afectar aún más el desarrollo del sector exportador, en la medida que no se implementen estrategias encaminadas a contrarrestar los efectos del riesgo cambiario a que se han visto expuestas estas empresas.

Aunque el gobierno no se ha quedado estático ante este fenómeno, es importante señalar que cada vez es menor la eficacia de las medidas adoptadas pues ya son varios los años en que ha perdurado esta tendencia del peso. Además de las implicaciones económicas y financieras atribuibles a este fenómeno, es importante señalar que en algunos casos el perfil de riesgo crediticio⁵ de las firmas exportadoras podría ser modificado dada la menor capacidad para atender sus obligaciones producto de la menor fortaleza financiera de las mismas.

Parte integral del análisis que se efectúa en las calificaciones de riesgo está fundamentado en las perspectivas del sector en donde operan las entidades, y en este sentido se proyecta que la apreciación del peso podrá continuar a lo largo del año 2008. Es por ello que BRC Investor Services quiere hacer un llamado a la necesidad de estudiar y evaluar el impacto que podría tener sobre el mercado de capitales las posibles modificaciones de las actuales calificaciones de riesgo si no se adoptan medidas efectivas tendientes a mitigar el riesgo cambiario.

Una de las preguntas más frecuentes dentro de la opinión pública es porqué los inversionistas son reacios a invertir en bonos y otros títulos cuya calificación de riesgo no se encuentre en los niveles más altos dentro

que genera una entrada de dólares a la economía y sin lugar a dudas también ha contribuido con la reevaluación del peso.

⁵ Según Caparrós (2002) el riesgo de crédito se define como "la probabilidad de que un prestatario no haga frente en su debidos momentos o en su totalidad a su obligación de devolver una deuda o préstamo bancario

de la escala de calificación, e incluso porqué no invierten en títulos calificados en grado de especulación. Parte de la respuesta se encuentra en el posible quebranto financiero que sufrirían estos agentes o empresas en el caso de que cambiaran las condiciones económicas, que le afectarán su capacidad para cumplir con los términos contractuales de un crédito, o de una emisión, es decir lo que se conoce como riesgo de crédito. Es por ello que el fenómeno de la apreciación del peso colombiano también afecta la dinámica del mercado de capitales, además de que puede llevar a que empresas que anticipan una nueva emisión de bonos con una calificación acorde al nivel de riesgo se abstengan de utilizar este mecanismo para financiar sus proyectos de inversión y crecimiento.

Desde la perspectiva de una calificadora de riesgos la actual coyuntura de apreciación del peso constituye un claro desafío, en especial desde una óptica de prospectiva: ¿Cómo incorporar en las actuales calificaciones la posibilidad de que el flujo de caja de algunas empresas experimente presiones dada la disminución de los ingresos por exportaciones sobre los márgenes de rentabilidad? y ¿Cómo balancear en términos de riesgo el efecto negativo en la generación interna de recursos (para hacerle frente a sus obligaciones) y el buen desempeño operativo de algunas empresas exportadoras? Estos y otros elementos deben ser evaluados cuidadosamente, acudiendo al conocimiento pleno de cada empresa, y de sus características particulares en términos de estructura operacional y financiera, estrategias, mercados, posición competitiva, *management*, etc.

Efectos adversos de la revaluación en las empresas con perfil exportador.

Gracias a la globalización muchas empresas comercializan sus productos en los mercados internacionales, buscando ampliar no solo sus volúmenes de ventas, sino aprovechar y aumentar su ventaja competitiva al realizar alianzas estratégicas que les permitan mejorar sus niveles de tecnología, obtener mayor posicionamiento de mercado, e innovar y por supuesto lograr mayores beneficios económicos.

No obstante los buenos resultados en términos de volúmenes exportados, la tendencia de apreciación del peso desde el año 2003 ha impedido que tales crecimientos sean evidenciados en un aumento proporcional en los ingresos operacionales de los exportadores. El año 2007 ha sido el más difícil para muchos de ellos, destacándose las dedicadas a la exportación de flores, café y banano, aunque existen otras empresas de diversos sectores no tradicionales que también sufren los rigores de la apreciación del peso.

Son diversos los efectos de la reevaluación del peso colombiano sobre las empresas que tienen una mayor generación de ventas proveniente de la demanda externa. A continuación se presentarán algunos, pero vale la pena recalcar que ellos afectan de manera distinta a cada firma dependiendo de la estructura operacional y de financiamiento. Esto implica distintos impactos en la competitividad de los productos, en los indicadores de rentabilidad, de cobertura de la deuda, y en sus inversiones de capital, entre otros y por ende en el perfil crediticio de las firmas.

En primer lugar, se puede mencionar la disminución del valor de los activos y de los pasivos en moneda extranjera. Aquellas firmas con un importante valor en activos (inversiones, cuentas por cobrar, derechos, etc.) se afectan por la disminución de su valor en moneda local y por ende en sus ingresos. No obstante, aquellas empresas con altos niveles de deuda en dólares han obtenido beneficios por el menor valor de la deuda en pesos y por una disminución del servicio de la misma. El efecto final para cada empresa dependerá de la relación entre activos y pasivos en dólares.

A su vez, la exposición al riesgo cambiario puede conllevar también a la reducción de los ingresos operacionales afectando los márgenes de rentabilidad, por efecto de menores ingresos en términos de pesos, aunque en muchos casos a la par con mayores volúmenes de cantidades exportadas. La capacidad de pago de las empresas podría comprometerse en la medida en que se reduce la entrada de recursos en pesos, lo que junto a estructuras de costos de ventas (materias primas, gastos de personal, servicios públicos) y gastos operacionales (áreas administrativas) en moneda local reducen los márgenes de rentabilidad y consecuentemente la generación interna de recursos, que es la base para la cancelación de las obligaciones.

Lo anterior es evidenciado en decrecimientos del Ebitda⁶o del flujo de caja operacional de las compañías exportadoras, que a su vez deriva en situaciones apretadas de liquidez o déficit de caja, que les conlleva a incrementar su endeudamiento financiero para cumplir sus obligaciones o simplemente operar, adicionando así (bien sea en el corto, mediano o largo plazo) mayores gastos financieros y mayores amortizaciones de deuda, limitando aún mas su flujo de caja y debilitando su perfil crediticio. Esto se ve reflejado, entre otros elementos, en la reducción de sus indicadores de cobertura de la deuda, particularmente Ebitda/Deuda, Ebitda/Servicio de la deuda o Flujo de Caja Operacional/ Deuda.

⁶ EBITDA: "Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations".

La disminución en la generación de caja de las compañías exportadoras, limita también sus inversiones de capital (Capex⁷) lo que puede afectar directamente su competitividad y productividad, especialmente en aquellas empresas en donde es indispensable realizar modernizaciones y en aquellas en donde se encuentra usada la mayoría de la capacidad instalada. Ante la inminente necesidad de realizar estas inversiones las firmas incurren en nuevo endeudamiento con las respectivas consecuencias explicadas anteriormente.

¿Y qué se ha hecho?

Ahora bien, es importante resaltar que las firmas exportadoras no se han quedado inermes ante este fenómeno y por el contrario han adoptado distintos mecanismos para tratar de mitigar los efectos adversos que les ha traído la reevaluación del peso. Algunas se han concentrado en la recomposición o sustitución del pasivo financiero hacia deuda en dólares⁸ con el objetivo de establecer una cobertura natural al balancear activos y pasivos en dólares. Otras, simplemente han reducido el nivel de endeudamiento a través de la recompra parcial de las emisiones de bonos, o la disminución de la deuda en pesos para aliviar los gastos financieros.

En aquellas firmas donde existía flexibilidad para el manejo de la rotación de cuentas por cobrar, con proveedores o de inventarios también se ha visto un manejo más eficiente del capital de trabajo a fin de generar recursos que les permita contrarrestar la disminución de las ventas en pesos por efecto de la apreciación del peso.

Sin embargo, es importante anotar que la continuidad y efectividad en la aplicación de las estrategias para la liberación de recursos vía capital de trabajo es limitada en la medida en que las rotaciones solamente pueden ser reducidas hasta un punto determinado. Este depende en el caso de la rotación de cartera de los términos de negociación con los clientes, de la gestión de cobranza y de la política de descuentos por pronto pago. En el caso de inventarios (de materia prima, de productos en proceso y de productos terminados), éstos deben ser mantenidos en cantidades que le permitan a la compañía atender a la demanda en forma oportuna y adecuada,

⁷ Inversiones de capital realizadas para el mantenimiento o mejora de activos fijos relacionados con la producción de una empresa.

⁸ Según datos oficiales, las entidades públicas se endeudaron durante el 2007 por US\$3.970 millones, mientras que las empresas privadas lo hicieron por US\$2.792 millones, lo cual ha contribuido con el ingreso de más dólares a la economía nacional, pese a las medidas impuestas para desincentivar el endeudamiento externo. Sin embargo, por efecto de la reevaluación del peso colombiano la deuda externa disminuyó. No obstante, no debe olvidarse que un mayor endeudamiento en dólares expone a las empresas a un mayor riesgo cambiario cuando se presenta devaluación del peso colombiano.

además de mantener cantidades contingentes por ejemplo para proveer posibles incrementos en las ventas no presupuestados.

Indudablemente en la medida que las empresas cuenten con la flexibilidad operativa y financiera para afrontar las distintas coyunturas tales como mayores eficiencias en los procesos productivos, gestión de cartera e inventarios, reducción de gastos administrativos y operacionales, restricción en el pago de dividendos, los efectos sobre los indicadores que reflejan la capacidad de pago de sus obligaciones serán menores reflejándose en las calificaciones de riesgo.

Igualmente, otro de los mecanismos más utilizados por los exportadores colombianos ha sido la cobertura a través de instrumentos derivados, que les permite negociar a futuro las divisas que esperan obtener, fijando el tipo de cambio al que se convertirán los pagos que reciban en moneda extranjera, dejando su flujo de caja asegurado en moneda local. Sin embargo, el alto costo de varios de estos instrumentos derivados ha limitado su uso. Su efectividad está también relacionada con el plazo de este tipo de instrumentos.

Los derivados además de mitigar el riesgo cambiario, son un incentivo para que los inversionistas asuman mayores riesgos y diversifiquen sus recursos hacia otros sectores productivos con altos retornos; Adicionalmente, le imprimen mayor estabilidad al mercado de capitales al permitir una distribución más equilibrada del riesgo entre los diferentes agentes.

Buscando minimizar el efecto de la pérdida de ingresos en moneda local por las exportaciones, algunas firmas también han decidido incrementar el volumen de importaciones de materias primas y demás insumos de manera que la reducción en los costos, compensen la disminución en los ingresos. Sin embargo, debido a la reevaluación tan pronunciada ha sido muy difícil que estas estrategias sean suficientes para mitigar dicho efecto, adquiriendo mayor importancia la cobertura con derivados.

Desde el punto de vista de BRC, lo importante para anotar es que las medidas adoptadas generen una mayor fortaleza financiera, ya que el reto radica no sólo en el manejo óptimo de sus recursos sino en su capacidad para afrontar y mitigar los diferentes riesgos a los que se exponen, bien sea para impedir que éstos las deterioren o para aprovechar las oportunidades. Un manejo óptimo del riesgo cambiario, se reflejará en los niveles de calificación.

En las asignaciones de calificaciones, BRC Investor Services S. A. también evalúa las estrategias adoptadas

por las compañías y sus resultados, dando una opinión sobre la probabilidad que se presente un deterioro de la gestión empresarial de una actividad productiva hasta tal punto que comprometa su fortaleza financiera. Es importante recordar que un elemento incorporado en las metodologías de calificación es el análisis del posible cambio de los indicadores financieros en el futuro ocasionados por factores internos (cambios en la planeación estratégica, planes de expansión e inversión, modificaciones en las líneas de negocio, etc.) y/o externos (características locales y globales de la industria, cambios en la legislación, inestabilidad política **y movimientos en las variables macroeconómicas entre otros**).

Conclusiones:

Partiendo del análisis y el seguimiento efectuado por la calificadora a varias empresas con perfil exportador se pueden destacar varios puntos relevantes:

- ✓ El impacto de la reevaluación del peso colombiano en la salud de las empresas con perfil exportador es cada vez más visible.
- ✓ Han sido numerosas y creativas las estrategias implementadas para mitigar el riesgo cambiario con resultados en muchos casos positivos reflejados en la solidez de la capacidad para honrar todas sus obligaciones y en el desempeño operativo y financiero. En otros casos, la situación no es tan alentadora y requiere de otro tipo de acciones.
- ✓ La flexibilidad para adoptar nuevas medidas es cada menor y por ende los beneficios de las mismas pueden no ser tan grandes.
- ✓ El fenómeno de la apreciación del peso colombiano también afecta la dinámica del mercado de capitales en la medida que se desincentiven algunas emisiones de deuda corporativa por temor a no obtener calificaciones en los grados superiores en la escala de calificación dado el impacto que puede tener en la fortaleza financiera de las empresas.
- ✓ BRC Investor Services S.A. está monitoreando con cuidado las empresas afectadas por la reevaluación del peso.

PROHIBIDA LA DIVULGACIÓN
El contenido del presente informe no podrá ser citado ni resumido por la prensa, la radio o la televisión antes de las 17.00 horas (hora media de Greenwich) del 24 de septiembre de 2008

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE
COMERCIO Y DESARROLLO



INFORME SOBRE LAS INVERSIONES EN EL MUNDO

2008

Las empresas transnacionales
y el desafío de las
infraestructuras



NACIONES UNIDAS

Panorama general

CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE
COMERCIO Y DESARROLLO



INFORME SOBRE LAS INVERSIONES EN EL MUNDO

2008

Las empresas transnacionales
y el desafío de las
infraestructuras



NACIONES UNIDAS
Nueva York y Ginebra, 2008

Panorama general

NOTA

Como órgano que se ocupa, dentro del sistema de las Naciones Unidas, de las cuestiones relacionadas con la inversión y la tecnología, y basándose en sus 30 años de experiencia en estas esferas, la UNCTAD, por conducto de su División de la Inversión, la Tecnología y el Fomento de la Empresa, promueve la comprensión de las cuestiones fundamentales, sobre todo relacionadas con la inversión extranjera directa (IED) y la transferencia de tecnología. La División también ayuda a los países en desarrollo a atraer IED y beneficiarse de ella, y a fomentar su capacidad de producción y su competitividad en los mercados internacionales. En su labor, la División procura aplicar un enfoque integrado de la inversión, el desarrollo de la capacidad tecnológica y el fomento de la empresa.

Cuando se hace referencia a "países o economías" en el *Informe*, el término se aplica también a territorios o zonas, según el caso; las denominaciones empleadas en esta publicación y la forma en que aparecen presentados los datos que contiene no suponen, de parte de la Secretaría de las Naciones Unidas, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites. Además, los nombres de los grupos de países utilizados sólo tienen por finalidad facilitar el análisis general o estadístico y no implican juicio alguno sobre la etapa de desarrollo alcanzada por cualquier país o región. Los grandes grupos de países usados en el *Informe* siguen la clasificación de la Oficina de Estadística de las Naciones Unidas. Estos grupos son:

Países desarrollados: los países miembros de la OCDE (con exclusión de México, la República de Corea y Turquía), los nuevos países miembros de la Unión Europea que no son miembros de la OCDE (Bulgaria, Chipre, Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania, Malta y Rumania), y Andorra, Israel, Liechtenstein, Mónaco y San Marino.

Economías en transición: Estados de Europa sudoriental y de la Comunidad de Estados Independientes.

Países en desarrollo: en general todas las economías no mencionadas más arriba. A efectos estadísticos, en los datos correspondientes a China no se incluyen los de la Provincia china de Taiwán, la Región Administrativa Especial de Hong Kong (RAE de Hong Kong) ni la Región Administrativa Especial de Macao (RAE de Macao).

El hecho de que se haga referencia a una empresa o a sus actividades no significa que la UNCTAD dé su respaldo a esa empresa o sus actividades.

Los límites, los nombres y las denominaciones que se han empleado en los mapas que se reproducen en esta publicación no suponen el respaldo o la aceptación oficial de las Naciones Unidas.

En los cuadros se han utilizado los símbolos siguientes:

Dos puntos (..) indican que los datos faltan o no constan por separado. Se ha prescindido de una fila en algún cuadro en aquellos casos en que no se disponía de datos sobre algunos de los elementos de la fila.

La raya (-) indica que la cantidad es nula o insignificante.

Un espacio en blanco en un cuadro indica que los datos no se aplican a menos que se indique otra cosa.

La barra (/) entre dos años, por ejemplo 1994/95, significa un ejercicio económico.

El guión (-) entre cifras que expresen años, por ejemplo 1994-1995, significa que se trata de todo el período considerado, ambos años incluidos.

Por "dólares" se entiende dólares de los Estados Unidos de América, a menos que se indique otra cosa.

Las tasas anuales de crecimiento y de variación son tasas compuestas, a menos que se indique otra cosa.

La suma de los datos parciales y de los porcentajes no siempre coincide con el total indicado porque las cifras se han redondeado.

El material contenido en el presente estudio se podrá citar libremente siempre que se indique la fuente.

EXPRESIONES DE AGRADECIMIENTO

El *Informe sobre las inversiones en el mundo, 2008* ha sido preparado por un equipo dirigido por Anne Miroux y compuesto por Kumi Endo, Torbjörn Fredriksson, Masataka Fujita, Kálmán Kalotay, Guoyong Liang, Padma Mallampally, Hafiz Mirza, Nicole Moussa, Abraham Negash, Hilary Nwokeabia, Jean François Outreville, Thomas Pollan, Yunsung Tark, Astrit Sulstarova, Thomas van Giffen y Kee Hwee Wee. Amare Bekele, Hamed El-Kady, Joachim Karl y Shin Ohinata también aportaron su contribución.

John H. Dunning fue el asesor económico superior y Peter Buckley el consultor principal.

Para la labor de investigación se contó con la colaboración de Mohamed Chiraz Baly, Bradley Boicourt, Jovan Licina, Lizanne Martinez y Tadelle Taye. Aurelia Figueroa, Julia Kubny y Dagmar van den Brule colaboraron como pasantes en diversas etapas de la elaboración del *Informe*. La producción del *Informe de 2008* corrió a cargo de Severine Excoffier, Rosalina Goyena, Chantal Rakotondrainibe y Katia Vieu. El *Informe* fue editado por Praveen Bhalla y Teresita Ventura se encargó de la publicación electrónica.

Se recibieron aportaciones de participantes en un seminario global celebrado en Ginebra en mayo de 2008 y dos seminarios regionales sobre las empresas transnacionales en el sector de las infraestructuras celebrados en abril de 2008: uno en Santiago de Chile (en cooperación con la Comisión Económica para América Latina y el Caribe) y el otro en Johannesburgo (Sudáfrica), en cooperación con el Banco de Desarrollo del África Meridional.

También se recibieron contribuciones de Emin Akcaoglu, Maria Argiri, Una Clifford, Judith Clifton, Zureka Davids, Georgina Dellacha, Yves de Rosée, Daniel Díaz-Fuentes, Quentin Dupriez, Fabrice Hatem, Hayley Herman, Thomas Jost, Céline Kauffmann, Michael Likosky, Michael Minges, El Iza Mohamedou, Bishakha Mukherjee, Sam Muradzikwa, Barbara Myloni, Sanusha Naidu, Premila Nazareth, Federico Ortino, David Lloyd Owen, Terutomo Ozawa, Robert Pearce, Edouard Pérard, Ravi Ramamurti, Mannsoo Shin, Satwinder Singh, Lalita Som, Vincent Valentine, Mira Wilkins y Zbigniew Zimny.

Durante las diversas etapas de preparación del *Informe* se recibieron comentarios y sugerencias de Joe Amadi-Echendu, Philippa Biggs, Elin Bjerkebo, Doug Brooks, Joel Buarte, Barry Cable, Karine Campanelli, Fanny

Cheung, Georgina Cipoletta, Rudolf Dolzer, Chantal Dupasquier, Sean Fahnhorst, Masondo Fikile, Bongi Gasa, Stephen Gelb, Axèle Giroud, David Hall, Geoffrey Hamilton, Toru Homma, Gabor Hunya, Prakash Hurry, Anna Joubin-Bret, Andrei Jouravlev, Detlef Kotte, Thithi Kuhlase, Aimable Mapendano Uwizeye, Shirley Masemola, David Matsheketsheke, Arvind Mayaram, Patricio Millan, Reatile Mochebelele, Seeraj Mohamed, Juan Carlos Moreno-Brid, Tladinyane Moronngoe, Thiery Mutombo Kalonji, Peter Muchlinski, Julius Mucunguzi, Judith Nwako, Sheila Page, Antonio Pedro, Wilson Phiri, Helder Pinto, Jaya Prakash Pradhan, Carlos Razo, Alex Roehrl, Fikile Rouget, Patricio Rozas, Alex Rugamba, Winifred Rwebeyanga, Ricardo Sánchez, Fernando Sánchez Albavera, Miguel Santillana, Christoph Schreuer, Njabulo Sithebe, Miguel Solanes, Admassu Tedesse, Hong Song, Xuekun Sun, Marcia Tavares, Khwezi Tiya, Ignacio Torterola, Peter Utting, Jörg Weber, Paul Wessendorp, Thomas Westcott, Márcio Wohlers, Lulu Zhang y Xuan Zengpei.

Prestaron también su concurso para la preparación del *Informe de 2008*, especialmente suministrando datos u otra información, numerosos funcionarios de bancos centrales, oficinas de estadística, organismos de promoción de las inversiones y otros organismos públicos, y funcionarios de organizaciones internacionales y organizaciones no gubernamentales, así como ejecutivos de varias empresas. Para elaborar el *Informe* se contó asimismo con la colaboración de la Universidad Erasmus, de Róterdam, con respecto a la recolección y el análisis de datos sobre las mayores empresas transnacionales.

Se agradece profundamente el apoyo económico de los Gobiernos de Francia, Noruega y Suecia.

ÍNDICE

Página

FLUJOS DE INVERSIONES SIN PRECEDENTES EN 2007, PERO SE PREVÉ UNA DISMINUCIÓN

<i>Los flujos mundiales de IED superaron el nivel máximo del año 2000...</i>	1
<i>... impulsados por los valores récord de las fusiones y adquisiciones transfronterizas.</i>	2
<i>Las principales ETN continuaron su expansión en el extranjero...</i>	5
<i>... mientras que los fondos soberanos de inversión están emergiendo como nuevos protagonistas en el ámbito internacional.</i>	5
<i>La mayoría de los cambios normativos nacionales siguieron alentando la IED, aunque se adoptaron medidas menos favorables con mayor frecuencia.</i>	10
<i>La crisis financiera mundial tuvo un impacto limitado en los flujos de IED en 2007, pero empezará a hacerse sentir en 2008.</i>	11
<i>En África, los precios elevados de los productos básicos y el aumento de la rentabilidad atrajeron la IED.</i>	12
<i>En el Asia meridional, oriental y sudoriental y en Oceanía, tanto las entradas como las salidas de IED alcanzaron máximos históricos.</i>	13
<i>El Asia occidental también registró flujos récord en ambas direcciones...</i>	14
<i>... mientras que la gran afluencia de IED a América Latina y el Caribe se debió principalmente a la demanda de recursos naturales.</i>	15
<i>Las entradas y salidas de IED en Europa sudoriental y la Comunidad de Estados Independientes mantuvieron una tendencia al alza y batieron nuevos récords.</i>	16
<i>En los países desarrollados, la entrada y salida de IED parece haber alcanzado su punto máximo.</i>	17

ÍNDICE (continuación)

LAS EMPRESAS TRANSNACIONALES Y EL DESAFÍO DE LAS INFRAESTRUCTURAS	<i>Página</i>
<i>Los países en desarrollo necesitan enormes inversiones en infraestructuras.</i>	18
<i>La participación de las ETN en la infraestructura ha aumentado considerablemente, en particular en los países en desarrollo y las economías en transición.</i>	19
<i>Los países en desarrollo tienen importantes empresas transnacionales dedicadas a la infraestructura y se están convirtiendo en inversionistas destacados en otros países en desarrollo.</i>	20
<i>Las ETN dedicadas a la infraestructura tienen ventajas competitivas por diversas razones e invierten en el extranjero sobre todo para tener acceso a los mercados.</i>	23
<i>La movilización de recursos financieros para inversiones en infraestructuras por las ETN va en aumento, pero sigue siendo muy insuficiente.</i>	24
<i>Las inversiones de las ETN en las infraestructuras de los países en desarrollo repercuten en su funcionamiento...</i>	26
<i>... lo cual a su vez tiene consecuencias para la prestación de servicios básicos y el acceso universal a ellos.</i>	27
<i>Sacar ventaja de la participación de las ETN constituye un complejo reto de política.</i>	29
<i>Los países intentan conseguir una mayor participación de las ETN en la infraestructura, pero el grado de apertura varía según el sector.</i>	30
<i>Para fomentar el desarrollo se requieren un marco de gobernanza apropiado y sólidas capacidades de gobierno.</i>	32
<i>Varias controversias relativas a inversiones tienen que ver con la infraestructura.</i>	33
<i>Se necesitan mayores compromisos de la comunidad internacional...</i>	34
<i>... entre otras cosas para mitigar los riesgos y fomentar la capacidad en los países de bajos ingresos.</i>	36

ÍNDICE (continuación)

	<i>Página</i>
Anexo	
Informe sobre las inversiones en el mundo, 2008: Las empresas transnacionales y el desafío de las infraestructuras	38
Lista de los <i>Informes sobre las inversiones en el mundo</i>	44
Cuestionario	49
Gráficos	
1. Flujos mundiales de IED, 20 principales economías, 2006, 2007	4
2. Flujos de IED de los fondos soberanos, 1987-2007	9
3. Forma jurídica de la participación de inversionistas extranjeros en industrias del sector de la infraestructura de los países en desarrollo y las economías en transición, por industria, 1996-2006	21
4. Proporción de los compromisos de inversión en infraestructuras correspondiente a los inversionistas extranjeros y a los inversionistas nacionales públicos y privados, por región, 1996-2006	25
5. Número de diferencias conocidas relativas a inversiones en infraestructura, 1996-2007	33
Cuadros	
1. Flujos de IED, por regiones y países selectos, 1995-2007	3
2. Indicadores seleccionados de IED y de producción internacional, 1982-2007	6
3. Las 25 principales ETN no financieras del mundo, clasificadas según sus activos en el extranjero, 2006	7
4. Las 25 principales ETN no financieras de los países en desarrollo, clasificadas según sus activos en el extranjero, 2006	8
5. Cambios reglamentarios nacionales, 1992-2007	10
6. Principales ETN en las diferentes industrias del sector de las infraestructuras, clasificadas según sus activos en el extranjero, 2006	22

Informe sobre las inversiones en el mundo, 2008
Las empresas transnacionales y el desafío
de las infraestructuras

PANORAMA GENERAL

**FLUJOS DE INVERSIONES SIN
PRECEDENTES EN 2007, PERO
SE PREVÉ UNA DISMINUCIÓN**

**Los flujos mundiales de IED superaron el nivel
máximo del año 2000...**

Tras cuatro años consecutivos de crecimiento, en 2007 los flujos mundiales de IED aumentaron un 30% hasta alcanzar los 1.833.000 millones de dólares, superando ampliamente el nivel sin precedentes del año 2000. A pesar de las crisis financieras y crediticias que se declararon en la segunda mitad de 2007, los tres principales grupos económicos -los países desarrollados, los países en desarrollo y las economías en transición de Europa sudoriental y de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) - experimentaron un continuo aumento de la entrada de inversiones (cuadro 1). El incremento de la IED obedece en gran parte al crecimiento económico relativamente elevado y los buenos resultados de las empresas en muchas partes del mundo. La reinversión de utilidades representó alrededor del 30% de las entradas totales de IED de resultados del incremento de los beneficios de las filiales extranjeras, sobre todo en los países en desarrollo. Hasta cierto punto, el volumen sin precedentes de IED expresado en dólares reflejaba también la considerable depreciación del dólar con respecto a otras importantes monedas. Con todo, incluso medida en moneda local, la tasa media de crecimiento de los flujos mundiales de IED fue de un 23% en 2007.

Las entradas de IED en los países desarrollados se elevaron a 1.248.000 millones de dólares. Los Estados Unidos mantuvieron su posición de principal país receptor, seguidos del Reino Unido, Francia, el Canadá y los Países Bajos (gráfico 1). La Unión Europea (UE) fue la mayor

2008

Panorama general

región receptora, ya que atrajo casi dos terceras partes de las entradas totales de IED en los países desarrollados.

Los países en desarrollo recibieron los mayores flujos de entrada de IED jamás conseguidos (500.000 millones de dólares), lo que representa un aumento del 21% con respecto a 2006. Los países menos adelantados (PMA) atrajeron en 2007 IED por valor de 13.000 millones de dólares, lo que también constituye un récord. Al mismo tiempo, los países en desarrollo adquirieron cada vez más importancia como fuentes de IED, ya que sus inversiones alcanzaron un nuevo máximo de 253.000 millones de dólares, principalmente gracias a la expansión de las empresas transnacionales (ETN) asiáticas en el extranjero. También se dispararon las entradas de IED en Europa sudoriental y la CEI, aumentando en un 50% hasta alcanzar los 86.000 millones de dólares en 2007. Así pues, la región ha experimentado siete años de crecimiento ininterrumpido. Las inversiones procedentes de esta región registraron también un fuerte incremento, hasta llegar a los 51.000 millones de dólares, más del doble que en 2006. Entre las economías en desarrollo y en transición, los tres mayores receptores fueron China, la Federación de Rusia y Hong Kong (China).

... impulsados por los valores récord de las fusiones y adquisiciones transfronterizas.

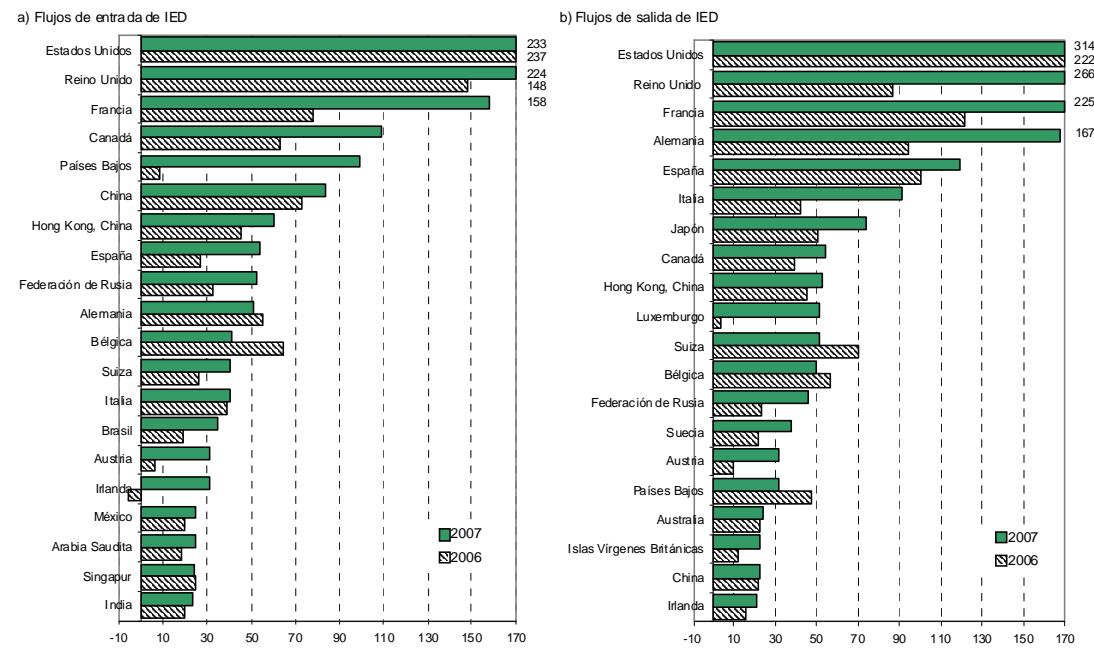
Siguió la tendencia a la concentración empresarial por medio de fusiones y adquisiciones (FAS) transfronterizas, lo que contribuyó de manera sustancial al gran incremento mundial de la IED. En 2007, el valor de esas transacciones ascendió a 1.637.000 millones de dólares, un 21% más que el récord anterior registrado en 2000. De este modo, y de manera general, la crisis financiera, activada por la debacle de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en los Estados Unidos, no frenó de manera apreciable las FAS transfronterizas a nivel mundial en 2007. Por el contrario, en el segundo semestre de 2007 tuvieron lugar algunas operaciones de gran envergadura, como la adquisición de ABN-AMRO Holding NV por el consorcio formado por Royal Bank of Scotland, Fortis y Santander por un total de 98.000 millones de dólares (la mayor operación de la historia bancaria) y la adquisición de Alcan (Canadá) por Rio Tinto (Reino Unido).

Cuadro 1
Flujos de IED, por regiones y países selectos, 1995-2007
 (En miles de millones de dólares y en porcentaje)

Región/economía	Flujos de entrada de IED							Flujos de salida de IED						
	1995-2000 (media anual)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1995-2000 (media anual)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Economías desarrolladas	539,3	442,9	361,1	403,7	611,3	940,9	1.247,6	631,0	483,2	507,0	786,0	748,9	1.087,2	1.692,1
Europa	327,9	316,6	279,8	218,7	505,5	599,3	848,5	450,9	279,9	307,1	402,2	689,8	736,9	1.216,5
Unión Europea	314,6	309,4	259,4	214,3	498,4	562,4	804,3	421,6	265,6	285,2	368,0	609,3	640,5	1.142,2
Japón	4,6	9,2	6,3	7,8	2,8	-6,5	22,5	25,1	32,3	28,8	31,0	45,8	50,3	73,5
Estados Unidos	169,7	74,5	53,1	135,8	104,8	236,7	232,8	125,9	134,9	129,4	294,9	15,4	221,7	313,8
Otros países desarrollados	37,1	42,6	21,8	41,3	-1,7	111,3	143,7	29,2	36,0	41,8	58,0	-2,1	78,4	88,3
Economías en desarrollo	188,3	171,0	180,1	283,6	316,4	413,0	499,7	74,4	49,6	45,0	120,0	117,6	212,3	253,1
África	9,0	14,6	18,7	18,0	29,5	45,8	53,0	2,4	0,3	1,2	2,0	2,3	7,8	6,1
América Latina y el Caribe	72,9	57,8	45,9	94,4	76,4	92,9	126,3	21,1	12,1	21,3	28,0	35,8	63,3	52,3
Asia y Oceanía	106,4	98,6	115,5	171,2	210,6	274,3	320,5	51,0	37,3	22,5	89,9	79,5	141,1	194,8
Asia	105,9	98,5	115,1	170,3	210,0	272,9	319,3	51,0	37,2	22,5	89,9	79,4	141,1	194,7
Asia occidental	3,3	5,5	12,0	20,6	42,6	64,0	71,5	0,9	3,2	-1,9	7,7	12,3	23,2	44,2
Asia oriental	70,7	67,7	72,7	106,3	116,2	131,9	156,7	39,6	27,6	17,4	62,9	49,8	82,3	102,9
China	41,8	52,7	53,5	60,6	72,4	72,7	83,5	2,0	2,5	2,9	5,5	12,3	21,2	22,5
Asia meridional	3,9	7,1	5,9	8,1	12,1	25,8	30,6	0,3	1,8	1,6	2,3	3,5	13,4	14,2
Asia sudoriental	28,0	18,1	24,6	35,2	39,1	51,2	60,5	10,2	4,7	5,3	17,0	13,8	22,2	33,5
Oceanía	0,5	0,1	0,4	0,9	0,5	1,4	1,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Europa sudoriental y CEI (economías en transición)	7,3	11,3	19,9	30,4	31,0	57,2	85,9	2,0	4,6	10,7	14,1	14,3	23,7	51,2
Europa sudoriental	1,2	2,2	4,1	3,5	4,8	10,0	11,9	0,1	0,5	0,1	0,4	0,3	0,4	1,4
CEI	6,1	9,1	15,8	26,9	26,1	47,2	74,0	1,9	4,1	10,6	13,8	14,0	23,3	49,9
Total mundial	734,9	625,2	561,1	717,7	958,7	1.411,0	1.833,3	707,4	537,4	562,8	920,2	880,8	1.323,2	1.996,5
<i>Pro memoria: parte porcentual en los flujos mundiales de IED</i>														
Economías desarrolladas	73,4	70,8	64,4	56,2	63,8	66,7	68,1	89,2	89,9	90,1	85,4	85,0	82,2	84,8
Economías en desarrollo	25,6	27,4	32,1	39,5	33,0	29,3	27,3	10,5	9,2	8,0	13,0	13,3	16,0	12,7
Europa sudoriental y CEI (economías en transición)	1,0	1,8	3,5	4,2	3,2	4,1	4,7	0,3	0,9	1,9	1,5	1,6	1,8	2,6

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, cuadro B.1 del anexo y base de datos FDI/TNC (www.unctad.org/fdistatistics).

Gráfico 1
Flujos mundiales de IED, 20 principales economías, 2006, 2007^a
 (En miles de millones de dólares)



Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, cuadro B.1 del anexo y base de datos FDI/TNC (www.unctad.org/fdistatistics).

^a Clasificados por orden de magnitud de los flujos de IED en 2007.

Las principales ETN continuaron su expansión en el extranjero...

Continúa la expansión de la producción de bienes y servicios de unas 79.000 ETN y sus 790.000 filiales extranjeras, cuyo acervo de IED superó los 15 billones de dólares en 2007. La UNCTAD estima que las ventas totales de las ETN ascendieron a 31 billones, lo que representa un aumento del 21% con respecto a 2006. El valor añadido (producto bruto) de las filiales extranjeras en todo el mundo representó aproximadamente el 11% del PIB mundial en 2007, y el número de empleados ascendió a unos 82 millones (cuadro 2).

El universo de las ETN está en expansión. Las empresas manufactureras y petroleras, como General Electric, British Petroleum, Shell, Toyota y Ford Motor, ocupan los primeros puestos de la lista de las 25 principales ETN no financieras del mundo (cuadro 3) elaborada por la UNCTAD. Sin embargo, las ETN en el sector de los servicios, incluidas las infraestructuras, han ido despuntando en la última década: 20 de ellas se situaron entre las 100 primeras en 2006, mientras que en 1997 sólo había 7.

Las actividades de las 100 principales ETN aumentaron considerablemente en 2006, con un incremento del 9% en las ventas y del 7% en el empleo en el extranjero, con respecto a 2005. El crecimiento fue especialmente elevado para las 100 principales ETN de los países en desarrollo: en 2006, sus activos en el extranjero se estimaron en 570.000 millones de dólares, lo que supone un aumento del 21% con respecto a 2005. Sus países de origen han variado poco en los 10 últimos años, y las empresas del Asia oriental y sudoriental dominan la lista de las 25 principales ETN de este tipo (cuadro 4).

... mientras que los fondos soberanos de inversión están emergiendo como nuevos protagonistas en el ámbito internacional.

Una nueva característica de la IED mundial es la aparición de los fondos soberanos de inversión como inversores directos. Estos fondos, que se han beneficiado de una rápida acumulación de reservas en los últimos años (con una gestión de 5 billones de dólares en activos), suelen tolerar mejor los riesgos y reportar más beneficios que las reservas oficiales tradicionales gestionadas por las autoridades monetarias. Si bien la historia de los fondos

Cuadro 2
Indicadores seleccionados de IED y de producción internacional, 1982-2007

Concepto	Valor a precios corrientes (En miles de millones de dólares)				Tasa de crecimiento anual (En porcentaje)						
	1982	1990	2005	2006	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2004	2005	2006	2007
Flujos de entrada de IED	58	207	1.411	1.833	23,6	22,1	39,9	27,9	33,6	47,2	29,9
Flujos de salida de IED	27	239	1.323	1.997	25,9	16,5	36,1	63,5	-4,3	50,2	50,9
Acervo de IED de entrada	789	1.941	12.470	15.211	15,1	8,6	16,1	17,3	6,2	22,5	22,0
Acervo de IED de salida	579	1.785	12.756	15.602	18,1	10,6	17,2	16,4	3,9	20,4	22,3
Renta de las entradas de IED	44	74	950	1.128	10,2	35,3	13,1	31,3	31,1	24,3	18,7
Renta de las salidas de IED	46	120	1.038	1.220	18,7	20,2	10,2	42,4	27,4	17,1	17,5
Fusiones y adquisiciones transfronterizas	..	200	1.118	1.637	26,6	19,5	51,5	37,6	64,2	20,3	46,4
Ventas de las filiales en el extranjero	2.741	6.126	25.844	31.197	19,3	8,8	8,4	15,0	1,8	22,2	20,7
Producto bruto de las filiales en el extranjero	676	1.501	5.049	6.029	17,0	6,7	7,3	15,9	5,9	21,2	19,4
Activos totales de las filiales en el extranjero	2.206	6.036	55.818	68.716	17,7	13,7	19,3	-1,0	20,6	18,6	23,1
Exportaciones de las filiales en el extranjero	688	1.523	4.950	5.714	21,7	8,4	3,9	21,2	12,8	15,2	15,4
Empleados de las filiales en el extranjero (en miles)	21.524	25.103	70.003	81.615	5,3	5,5	11,5	3,7	4,9	21,6	16,6
<i>Pro memoria:</i>											
PIB (en precios corrientes)	12.083	22.163	48.925	54.568	9,4	5,9	1,3	12,6	8,3	8,3	11,5
Formación bruta de capital fijo	2.798	5.102	10.922	12.356	10,0	5,4	1,1	15,2	12,5	10,9	13,1
Renta por regalías y licencias	9	29	142	164	21,1	14,6	8,1	23,7	10,6	10,5	15,4
Exportaciones de bienes y servicios no imputables a factores	2.395	4.417	14.848	17.138	11,6	7,9	3,8	21,2	12,8	15,2	15,4

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, cuadro I.4.

Cuadro 3

Las 25 principales ETN no financieras del mundo, clasificadas según sus activos en el extranjero, 2006^a

(En millones de dólares y número de empleados)

Clasificación según			Empresa	Economía de origen	Sector	Activos		Ventas		Número de empleados		ITN ^b (Porcentaje)	Número de filiales		
Activos en el extranjero	ITN ^a	II				En el extranjero	Total	En el extranjero	Total	En el extranjero	Total		En el extranjero	Total	II
1	71	54	General Electric	Estados Unidos	Equipo eléctrico y electrónico	442.278	697.239	74.285	163.391	164.000	319.000	53	785	1.117	70
2	14	68	British Petroleum Company Plc	Reino Unido	Prosp./ref./distr. de petróleo	170.326	217.601	215.879	270.602	80.300	97.100	80	337	529	64
3	87	93	Toyota Motor Corporation	Japón	Vehículos automóviles	16.627	273.853	78.529	205.918	113.967	299.394	45	169	419	40
4	34	79	Royal Dutch/Shell Group	Reino Unido, Países Bajos	Prosp./ref./distr. de petróleo	161.122	235.276	182.538	318.845	90.000	108.000	70	518	926	56
5	40	35	Exxonmobil Corporation	Estados Unidos	Prosp./ref./distr. de petróleo	154.993	219.015	252.680	365.467	51.723	82.100	68	278	346	80
6	78	64	Ford Motor Company	Estados Unidos	Vehículos automóviles	131.062	278.554	78.968	160.123	155.000	283.000	50	162	247	66
7	7	99	Vodafone Group Plc	Reino Unido	Telecomunicaciones	126.190	144.366	32.641	39.021	53.138	63.394	85	30	130	23
8	26	51	Total	Francia	Prosp./ref./distr. de petróleo	120.645	138.579	146.672	192.952	57.239	95.070	74	429	598	72
9	96	36	Electricité de France	Francia	Electricidad, gas y agua	111.916	235.857	33.879	7.933	17.185	1.559.68	35	199	249	80
10	92	18	Wal-Mart Stores	Estados Unidos	Venta al por menor	11.199	151.193	77.116	344.992	540.000	1.910.000	41	146	163	90
11	37	34	Telefónica SA	España	Telecomunicaciones	101.891	143.530	41.093	66.367	167.881	224.939	69	165	205	80
12	77	88	E.On	Alemania	Electricidad, gas y agua	94.304	167.565	32.154	85.007	46.598	80.612	51	279	590	47
13	86	82	Deutsche Telekom AG	Alemania	Telecomunicaciones	93.488	171.421	36.240	76.963	88.808	248.800	46	143	263	54
14	58	65	Volkswagen Group	Alemania	Vehículos automóviles	91.823	179.906	95.761	131.571	155.935	324.875	57	178	272	65
15	73	57	France Télécom	Francia	Telecomunicaciones	90.871	135.876	30.448	64.863	82.148	191.036	52	145	211	69
16	90	63	ConocoPhillips	Estados Unidos	Prosp./ref./distr. de petróleo	89.528	164.781	55.781	183.650	17.188	38.400	43	118	179	66
17	56	89	Chevron Corporation	Estados Unidos	Prosp./ref./distr. de petróleo	85.735	132.628	111.608	204.892	33700	62.500	58	97	226	43
18	11	75	Honda Motor Co Ltd	Japón	Vehículos automóviles	76.264	101.190	77.605	95.333	148.544	167.231	82	141	243	58
19	36	62	Suez	Francia	Electricidad, gas y agua	75.151	96.714	42.002	55.563	76.943	139.814	69	586	884	66
20	45	48	Siemens AG	Alemania	Equipo eléctrico y electrónico	74.585	119.812	74.858	109.553	314.000	475.000	66	919	1.224	75
21	10	11	Hutchison Whampoa Limited	Hong Kong (China)	Diversos	70.679	87.146	28.619	34.428	182.149	220.000	82	115	125	92
22	84	85	RWE Group	Alemania	Electricidad, gas y agua	68.202	123.080	22.142	55.521	30.752	68.534	47	221	430	51
23	9	7	Nestlé SA	Suiza	Alimentos y bebidas	66.677	83.426	57.234	78.528	257.434	265.000	83	467	502	93
24	62	38	BMW AG	Alemania	Vehículos automóviles	66.053	104.118	48.172	61.472	26.575	106.575	56	138	174	79
25	51	33	Procter & Gamble	Estados Unidos	Diversos	64.487	138.014	44.530	76.476	101.220	138.000	59	369	458	81

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, cuadro A.I.15 del anexo.^a Todos los datos se basan en los informes anuales de las empresas, salvo indicación contraria. Los datos sobre las empresas afiliadas proceden de la base de datos *Who owns Whom*, de Dun & Bradstreet.^b El ITN (índice de transnacionalización) se calcula como el promedio de las tres relaciones siguientes: activos en el extranjero y activos totales, ventas en el extranjero y ventas totales, y empleo en el extranjero y empleo total.

Cuadro 4
Las 25 principales ETN no financieras de los países en desarrollo, clasificadas según sus activos en el extranjero, 2006^a
 (En millones de dólares y número de empleados)

Clasificadas según					Activos		Ventas		N° de empleados		N° de filiales				
Activos en el extranjero	ITN ^b	II	Empresa	Economía de origen	Sector	En el extranjero	Total	En el extranjero	Total	En el extranjero	Total	ITN ^b (%)	En el extranjero	Total	II
						1	18	9	Hutchison Whampoa Limited	Hong Kong (China)	Diversos	70.679	87.146	28.619	34.428	182.149	220.000	82,3	115	125	92,0
2	88	94	Petronas - Petrolim Nasional Bhd	Malasia	Prosp./ref./distr. de petróleo	30.668	85.201	14.937	50.984	3.965	33.439	25,7	4	78	5,1
3	53	11	Samsung Electronics Co., Ltd.	República de Corea	Equipo eléctrico y electrónico	27.011	87.111	71.590	91.856	29.472	85.813	47,8	78	87	89,7
4	21	4	Cemex S.A.	México	Productos minerales no metálicos	24.411	29.749	14.595	18.114	39.505	54.635	78,3	493	519	95,0
5	86	32	Hyundai Motor Company	República de Corea	Vehículos automóviles	19.581	76.064	30.596	68.468	5.093	54.711	26,6	19	28	67,9
6	33	3	Singtel Ltd.	Singapur	Telecomunicaciones	18.678	21.288	5.977	8.575	8.606	19.000	67,6	103	108	95,4
7	92	86	CITIC Group	China	Diversos	17.623	117.355	2.482	10.113	18.305	107.340	18,9	12	112	10,7
8	65	10	Formosa Plastic Group	Provincia china de Taiwán	Productos químicos	16.754	75.760	13.002	50.445	67.129	89.736	40,9	11	12	91,7
9	28	18	Jardine Matheson Holdings Ltd	Hong Kong (China)	Diversos	16.704	20.378	12.527	16.281	58.203	110.125	70,6	108	126	85,7
10	57	74	LG Corp.	República de Corea	Equipo eléctrico y electrónico	15.016	53.915	43.902	70.613	36.053	70.000	47,2	3	12	25,0
11	73	66	Companhia Vale do Rio Doce	Brasil	Minas y canteras	14.974	60.954	37.063	46.746	3.982	52.646	37,1	17	52	32,7
12	94	88	Petroleo Brasileiro S.A. - Petrobras	Brasil	Prosp./ref./distr. de petróleo	10.454	98.680	17.845	72.347	7.414	62.266	15,7	7	74	9,5
13	69	73	China Ocean Shipping (Group) Company	China	Transporte y almacenamiento	10.397	18.711	8.777	15.737	4.432	69.549	39,2	245	947	25,9
14	54	54	América Móvil	México	Telecomunicaciones	8.701	29.473	9.617	21.526	27.506	39.876	47,7	16	33	48,5
15	89	56	Petróleos de Venezuela	Venezuela, Rep. Bol. de	Prosp./ref./distr. de petróleo	8.534	60.305	32.773	63.736	5.373	49.180	25,5	30	65	46,2
16	50	8	Mobile Telecommunications Company	Kuwait	Telecomunicaciones	7.968	12.027	3.373	4.185	975	12.700	51,5	37	40	92,5
17	41	85	Capitaland Limited	Singapur	Inmobiliario	7.781	13.463	1.461	2.053	16.261	32.876	59,5	25	233	10,7
18	45	15	Hon Hai Precision Industries	Provincia china de Taiwán	Equipo eléctrico y electrónico	7.606	19.223	16.801	40.507	322.372	382.000	55,1	82	94	87,2
19	80	65	China State Construction Engineering Corporation	China	Construcción	6.998	15.986	4.483	18.544	25.000	119.000	29,7	23	70	32,9
20	67	5	Kia Motors	República de Corea	Vehículos automóviles	6.767	18.655	11.525	21.316	10.377	33.005	40,6	15	16	93,8
21	100	90	China National Petroleum Corporation	China	Prosp./ref./distr. de petróleo	6.374	178.843	3.036	114.443	22.000	1.167.129	2,7	5	65	7,7
22	72	82	New World Development Co. Ltd.	Hong Kong (China)	Diversos	6.147	18.535	1.430	2.995	16.949	54.000	37,4	8	63	12,7
23	77	68	CLP Holdings	Hong Kong (China)	Electricidad, gas y agua	6.096	15.965	1.283	4.951	1.827	6.087	31,4	3	10	30,0
24	90	40	Teléfonos de México S.A. de C.V.	México	Telecomunicaciones	5.790	24.265	4.295	16.084	16.704	76.394	24,1	44	73	60,3
25	87	47	Sasol Limited	Sudáfrica	Productos químicos industriales	5.709	14.749	2.920	8.875	2.205	27.933	26,5	14	26	53,8

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, cuadro A.1.16 del anexo.

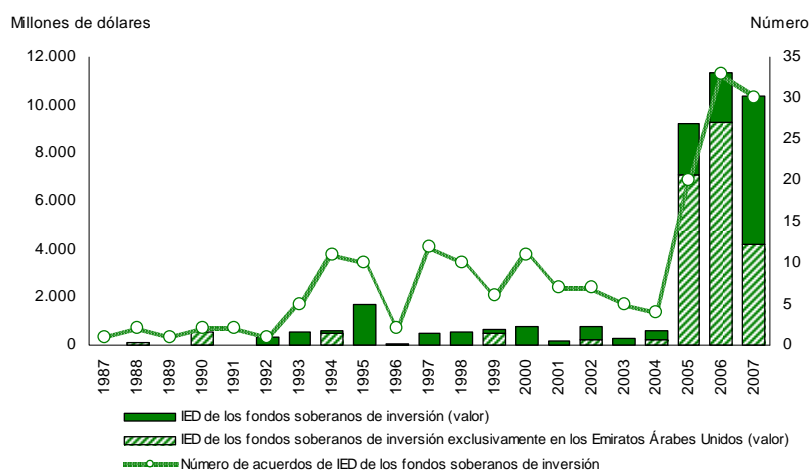
^a Todos los datos se basan en los informes anuales de las empresas, salvo indicación contraria. Los datos sobre las empresas afiliadas proceden de la base de datos *Who owns Whom*, de Dun & Bradstreet.

^b El ITN (índice de transnacionalización) se calcula como el promedio de las tres relaciones siguientes: activos en el extranjero y activos totales, ventas en el extranjero y ventas totales, y empleo en el extranjero y empleo total.

soberanos de inversión se remonta a los años cincuenta, no han llamado la atención mundial hasta los últimos años, tras su participación en algunas FAS transfronterizas en gran escala y sus grandes inyecciones de capital en algunas instituciones financieras con problemas de los países en desarrollo.

Si bien las cantidades invertidas por los fondos soberanos de inversión en forma de IED siguen siendo relativamente pequeñas, han estado creciendo en los últimos años (gráfico 2). Sólo el 0,2% del total de sus activos estaba relacionado con la IED en 2007. Sin embargo, de los 39.000 millones de dólares que los fondos soberanos de inversión han invertido en el extranjero en las dos últimas décadas, 31.000 millones corresponden a los últimos tres años. Sus actividades recientes se han visto impulsadas por la rápida acumulación de reservas resultantes de los excedentes de las exportaciones, los cambios en los fundamentos económicos mundiales y las nuevas oportunidades de inversión en empresas financieras estructuralmente debilitadas.

Gráfico 2

Flujos de IED^a de los fondos soberanos, 1987-2007

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*.

^a Únicamente las fusiones y adquisiciones transfronterizas; se estima que las inversiones de los fondos soberanos de inversión en nuevas instalaciones son extremadamente limitadas.

Casi el 75% de la IED de los fondos soberanos de inversión se ha destinado a los países desarrollados, y las inversiones en África y América Latina han sido muy limitadas hasta la fecha. Estas inversiones se han concentrado en los servicios, principalmente en servicios prestados a empresas.

Las inversiones de los fondos soberanos de inversión en el sector bancario en 2006-2007 fueron por lo general bien recibidas, debido a su efecto estabilizador en los mercados financieros. Sin embargo, también provocaron cierto rechazo por parte de la opinión pública, así como un llamamiento a la imposición de restricciones reglamentarias a las inversiones realizadas por estos fondos, en particular por razones de seguridad nacional. Las instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), están estableciendo principios y directrices relacionados con la IED de los fondos soberanos de inversión.

La mayoría de los cambios normativos nacionales siguieron alentando la IED, aunque se adoptaron medidas menos favorables con mayor frecuencia.

A pesar de las crecientes preocupaciones y del debate político sobre el aumento del proteccionismo, la tendencia normativa general sigue siendo de una mayor apertura a la IED. La encuesta anual de la UNCTAD sobre los cambios introducidos en las leyes y reglamentos nacionales que podrían influir en la entrada y las operaciones de las ETN indica que los políticos y dirigentes siguen procurando hacer más atractivo el clima para las inversiones. En 2007, de los más de 100 cambios normativos que según la UNCTAD podrían influir en la IED, 74 tenían por objeto mejorar las condiciones para la IED en el país receptor (cuadro 5). Sin embargo, la proporción de cambios menos favorables a la IED ha aumentado en los últimos años.

Cuadro 5

Cambios reglamentarios nacionales, 1992-2007

Concepto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Número de países que introdujeron cambios	43	56	49	63	66	76	60	65	70	71	72	82	103	92	91	58
Número de cambios reglamentarios	77	100	110	112	114	150	145	139	150	207	246	242	270	203	177	98
Más favorables	77	99	108	106	98	134	136	130	147	193	234	218	234	164	142	74
Menos favorables	0	1	2	6	16	16	9	9	3	14	12	24	36	41	35	24

Fuente: Base de datos de la UNCTAD sobre leyes y reglamentos nacionales.

En 2006, la mayoría de las nuevas restricciones introducidas se centraron en las industrias extractivas, especialmente en América Latina (por ejemplo en Bolivia, el Ecuador y la República Bolivariana de Venezuela), aunque también se advirtieron en otros países. Algunos gobiernos, como los de los Estados Unidos y la Federación de Rusia, adoptaron normas más estrictas con respecto a las inversiones en proyectos con posibles implicaciones para la seguridad nacional. También parecen preocupar a los gobiernos las inversiones en ciertas infraestructuras y las efectuadas por entidades de propiedad estatal.

El número de acuerdos internacionales de inversión (AII) siguió creciendo, hasta alcanzar un total de casi 5.600 al final de 2007. Se concluyeron un total de 2.608 tratados bilaterales de inversión, 2.730 tratados sobre doble tributación y 254 acuerdos de libre comercio y acuerdos de cooperación económica con disposiciones relacionadas con las inversiones. La elaboración de tratados bilaterales de inversión siguió cediendo terreno a los acuerdos de libre comercio y se mantuvo la tendencia a renegociar los tratados bilaterales existentes.

La crisis financiera mundial tuvo un impacto limitado en los flujos de IED en 2007, pero empezará a hacerse sentir en 2008.

La crisis de los préstamos hipotecarios de alto riesgo (*subprime*) que estalló en los Estados Unidos en 2007 ha afectado a los mercados financieros y creado problemas de liquidez en muchos países, lo que ha llevado a un aumento de los costos del crédito. Sin embargo, parece que, por el momento, el impacto microeconómico y macroeconómico en la capacidad de las empresas para invertir en el extranjero ha sido relativamente limitado. En efecto, en la mayoría de las industrias, las ETN tenían suficiente liquidez para financiar sus inversiones, debido a sus elevados beneficios empresariales. A nivel macroeconómico las economías de los países desarrollados podrían verse afectadas tanto por la desaceleración de la economía estadounidense como por el impacto de las turbulencias de los mercados financieros en la liquidez. Por ello, es posible que tanto las entradas como las salidas de IED disminuyan en estos países. Por otra parte, un crecimiento económico relativamente resistente en las economías en desarrollo podría contrarrestar este riesgo.

Además de la contracción del crédito en los Estados Unidos, la economía mundial también estuvo afectada por la importante depreciación

del dólar. Si bien resulta difícil aislar los efectos de las variaciones cambiarias de otros determinantes de los flujos de IED, el fuerte debilitamiento del dólar ayudó a estimular la IED destinada a los Estados Unidos. La IED europea en los Estados Unidos fue estimulada por el relativo aumento de la riqueza de los inversores europeos y la reducción de los costos de inversión en los Estados Unidos. Además, las empresas exportadoras a los Estados Unidos se han visto perjudicadas por las variaciones cambiarias, que las han conducido a expandir la producción local en los Estados Unidos. Esto queda demostrado por los cambios de estrategia de varias ETN europeas, especialmente los fabricantes de automóviles, que prevén construir nuevos centros de producción en ese país, o ampliar los existentes.

La desaceleración de la economía mundial y las turbulencias financieras han ocasionado una crisis de liquidez en los mercados monetarios y de títulos de deuda en muchos países desarrollados. Por este motivo, las FAS se han reducido notablemente. Durante el primer semestre de 2008 el valor de dichas transacciones fue un 29% menor que en el segundo semestre de 2007. Los beneficios empresariales y los préstamos concedidos por consorcios bancarios también están disminuyendo. Según los datos disponibles, se estima que los flujos anuales de IED alcancen los 1,6 billones para todo 2008, lo que supone una reducción del 10% con respecto a 2007. Mientras tanto, es probable que los flujos de IED a los países en desarrollo se vean menos afectados. En el *World Investment Prospects Survey, 2008-2010* de la UNCTAD, al tiempo que se sugiere una tendencia a la alza a plazo medio, se advierte un menor optimismo que en la encuesta anterior y más precaución en los planes de inversión de las ETN que en 2007.

En África, los precios elevados de los productos básicos y el aumento de la rentabilidad atrajeron la IED.

En África, las entradas de IED ascendieron a 53.000 millones de dólares en 2007, alcanzando un nuevo récord. Dichas entradas se vieron alimentadas por el auge de los mercados de productos básicos, la mayor rentabilidad de las inversiones -la más alta de las regiones en desarrollo en 2006-2007- y la mejora de la situación política. Los PMA de África también registraron otro año de crecimiento de las entradas de IED. Gran parte de los proyectos de IED iniciados en la región en 2007 estaban vinculados a la extracción de recursos naturales. El fuerte aumento de los precios de los productos básicos también ayudó a África a mantener un

nivel relativamente alto de flujos de salida de IED, que en 2007 alcanzó los 6.000 millones de dólares.

Pese al aumento de las entradas, la participación de África en la IED mundial se mantuvo en el 3%. Las ETN de los Estados Unidos y Europa fueron los principales inversores en la región, seguidas de los inversores africanos, especialmente de Sudáfrica. Las ETN de Asia se centraron principalmente en la extracción de petróleo y gas y las infraestructuras conexas. Las perspectivas de un aumento de las entradas de IED en 2008 son prometedoras, si se tienen en cuenta el mantenimiento de los elevados precios de los productos básicos, los grandes proyectos que ya se han anunciado para ese año y los próximos pagos de FAS transfronterizas ya concluidas. Esto supondrá un cuarto año consecutivo de crecimiento de la IED. La encuesta de la UNCTAD muestra que casi todas las ETN han mantenido o incluso aumentado sus niveles de inversión actuales en África.

En el Asia meridional, oriental y sudoriental y en Oceanía, tanto las entradas como las salidas de IED alcanzaron máximos históricos.

Los flujos de IED en el Asia meridional, oriental y sudoriental y en Oceanía también fueron más altos que nunca, alcanzando los 249.000 millones de dólares en 2007. La mayoría de las subregiones y economías, a excepción de Oceanía, recibieron entradas más elevadas. Una combinación de percepciones empresariales favorables, el progreso hacia la integración económica regional, la mejora de las condiciones existentes para la inversión y otros factores específicos de cada país contribuyeron a los buenos resultados de la región. China y Hong Kong (China) continuaron siendo los dos principales destinos tanto de la región como de todas las economías en desarrollo. Mientras tanto, la India -el mayor receptor del Asia meridional- y la mayoría de los países miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) también atrajeron mayores entradas, así como los países en situación de posguerra y los PMA asiáticos, como el Afganistán, Camboya, Sri Lanka y Timor-Leste.

En términos generales, las perspectivas de nuevas IED en la región siguen siendo muy prometedoras. Un crecimiento económico sostenido, los cambios demográficos, las opiniones empresariales favorables y las nuevas oportunidades de inversión figuran entre los principales factores que han contribuido a los buenos resultados de la región en 2007, y deberían seguir atrayendo IED en el futuro próximo.

Las salidas de IED desde el Asia meridional, oriental y sudoriental también alcanzaron nuevos máximos, ascendiendo a 150.000 millones de dólares, lo que refleja la creciente importancia de los países en desarrollo como inversores en el extranjero. Los flujos dentro de las regiones y entre ellas son una característica especialmente importante. Pero las empresas también están invirtiendo en los países desarrollados, incluso mediante FAS transfronterizas. Las ETN de la región se han revelado como inversores importantes, contribuyendo al rápido aumento del volumen de las salidas de IED, que pasó de 1,1 billones de dólares en 2006 a 1,6 billones en 2007.

El Asia occidental también registró flujos récord en ambas direcciones...

La IED en el Asia occidental también aumentó un 12% hasta alcanzar los 71.000 millones de dólares, estableciendo un nuevo récord y creciendo por quinto año consecutivo. Más de cuatro quintas partes de las entradas se concentraron en tres países: la Arabia Saudita, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos, por ese orden. Un número creciente de proyectos en los sectores de la energía y la construcción, así como una notable mejora de las condiciones de la actividad empresarial en 2007 atrajeron IED a los países miembros del Consejo de Cooperación del Golfo. Por ejemplo, Qatar experimentó un importante aumento de las entradas, más de siete veces superiores a las de 2006.

Las salidas de IED de la región aumentaron por cuarto año consecutivo en 2007, hasta alcanzar los 44.000 millones de dólares, casi seis veces más que en 2004. A los países del Consejo de Cooperación del Golfo (Kuwait, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Qatar, Bahrein y Omán, por ese orden) correspondió el 94% de estas salidas, lo que refleja en parte su deseo de diversificarse más allá de la producción de petróleo y gas mediante las inversiones realizadas por sus ETN. La IED intrarregional fue importante, especialmente desde los países ricos en petróleo, como lo confirma el creciente número de nuevos proyectos y el aumento del valor de las FAS transfronterizas.

Se prevé que las entradas de IED en el Asia occidental aumentarán en 2008, ya que la mayoría de los países de la región no se han visto afectados por la crisis de las hipotecas de alto riesgo, y están en preparación un número importante de proyectos de inversión intrarregional.

... mientras que la gran afluencia de IED a América Latina y el Caribe se debió principalmente a la demanda de recursos naturales.

América Latina y el Caribe vieron aumentar sus entradas en un 36% hasta alcanzar el máximo histórico de 126.000 millones de dólares. El mayor aumento se registró en América del Sur (66%), donde la mayor parte de los 72.000 millones de dólares recibidos se destinaron a las industrias extractivas y a las actividades manufactureras basadas en recursos naturales. Los flujos de entrada en los países de América Central y el Caribe (excluidos los centros financieros transnacionales) aumentaron en un 30% hasta llegar a 34.000 millones de dólares, pese a la desaceleración económica de los Estados Unidos. Esta resistencia se explica en parte por el dinamismo de la IED en la minería, la industria del acero y la banca, cuyo principal objetivo no es el mercado estadounidense.

Las salidas de IED de la región descendieron un 17% hasta los 52.000 millones de dólares, lo que refleja un regreso a unos niveles de inversión en el extranjero más "normales" por parte del Brasil. Las ETN latinoamericanas, principalmente de México y el Brasil, siguieron internacionalizándose, compitiendo por el liderazgo en industrias como el petróleo y el gas, la extracción de minerales metálicos, el cemento, el acero y los alimentos y bebidas. Además, empezaron a surgir muchas empresas latinoamericanas nuevas en sectores modernos como la informática, los productos petroquímicos y los biocombustibles.

En las industrias extractivas, en las que la IED aumentó como resultado de los elevados precios de los productos básicos, el panorama varía entre la industria del petróleo y el gas y la de la extracción de minerales metálicos. En esta última existe un mayor margen para la entrada de IED, ya que no hay grandes empresas estatales en la región, a excepción de Codelco en Chile. Sin embargo, en la industria del petróleo y el gas, la posición dominante, o incluso la presencia exclusiva de empresas de propiedad estatal, limita las oportunidades de los inversores extranjeros. Esta situación se acentuó en 2007, cuando una serie de países, como Bolivia, el Ecuador y la República Bolivariana de Venezuela, cambiaron de política para aumentar los impuestos y restringir aún más o prohibir las inversiones extranjeras en el petróleo y el gas.

Se espera que la IED que entra y sale de América Latina y el Caribe aumente más en 2008. Las entradas irán a parar principalmente a América del Sur, donde los elevados precios de los productos básicos y el fuerte

crecimiento económico subregional deberían seguir elevando los beneficios de las ETN. Sin embargo, el nivel de las futuras entradas en América Central y el Caribe es incierto, puesto que la desaceleración de la economía estadounidense y la debilidad del dólar podrían perjudicar sus actividades manufactureras orientadas a la exportación. Se espera que los flujos de salida estén impulsados por las ETN del Brasil y México, que ya han anunciado ambiciosos planes de inversión para 2008.

Las entradas y salidas de IED en Europa sudoriental y la Comunidad de Estados Independientes mantuvieron una tendencia al alza y batieron nuevos récords.

Como en la mayoría de las demás regiones, los flujos de IED desde y hacia Europa sudoriental y la CEI alcanzaron unos máximos sin precedentes. La entrada de IED aumentó por séptimo año consecutivo hasta alcanzar los 86.000 millones de dólares, un 50% más que en 2006. En la CEI, estas entradas se destinaron principalmente a los mercados de consumo de rápido crecimiento y a los recursos naturales, mientras que en Europa sudoriental tuvieron que ver con las privatizaciones. La entrada de IED en la Federación de Rusia aumentó en un 62%, llegando a 52.000 millones de dólares.

La salida de IED de Europa sudoriental y la CEI ascendió a 51.000 millones de dólares, más del doble que en 2006. La IED de la Federación de Rusia -el principal país de origen de la región- se disparó hasta los 46.000 millones de dólares en 2007. Las ETN rusas han extendido su radio de acción hasta África, con miras a aumentar sus suministros de materias primas y su acceso a productos básicos estratégicos. Necesitan estos productos para intentar aumentar su presencia en las fases finales de la cadena de producción de la industria energética y potenciar sus actividades de producción con valor añadido en la industria de los metales de los países desarrollados.

Si bien en 2007 la mayoría de las economías de transición se abrieron más a la IED, algunos países de la CEI siguieron introduciendo restricciones en las industrias extractivas y algunas otras industrias estratégicas. La Federación de Rusia aprobó tras largos debates la Ley sobre los sectores estratégicos, que especifica las industrias en que los inversores extranjeros sólo tienen derecho a una participación minoritaria. En Kazajstán, una ley sobre los recursos naturales recién aprobada permite al Gobierno modificar los contratos existentes de manera unilateral si afectan negativamente a los intereses económicos del país en las industrias del petróleo, los metales y los minerales. No obstante, se esperan fuertes flujos de IED en estos dos países, así como en Ucrania.

En los países desarrollados, la entrada y salida de IED parece haber alcanzado su punto máximo.

A pesar de las preocupaciones sobre la incertidumbre económica en algunas economías desarrolladas, las entradas de IED en el conjunto de los países desarrollados registraron un gran aumento del 33% en 2007, hasta alcanzar los 1.248 millones de dólares, un nuevo récord. El aumento estuvo impulsado principalmente por las FAS transfronterizas, pero también por la reinversión de utilidades de resultados de la alta rentabilidad de las filiales extranjeras. Los Estados Unidos mantuvieron su posición como el mayor país receptor de IED del mundo. El proceso de reestructuración y concentración en el mercado común ampliado de los países de la UE dio lugar a una nueva oleada de adquisiciones transfronterizas. Los grandes flujos de IED que entraron en el Reino Unido, Francia, los Países Bajos y España hicieron subir la IED general en la UE hasta los 804.000 millones de dólares, lo que supone un aumento del 43%. La entrada de IED en el Japón aumentó con fuerza por primera vez desde finales de los años noventa.

Los países desarrollados mantuvieron su posición de principales inversores netos en el extranjero, ya que su volumen de inversiones alcanzó la cifra récord de 1.692.000 millones de dólares, tras registrar un aumento de 445.000 millones de dólares. A los principales inversores en el extranjero -los Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, Alemania y España, por ese orden- correspondió el 64% del total de IED del grupo.

El marco normativo para la IED en varios países desarrollados sigue siendo muy abierto, con ciertas excepciones. Sin embargo, preocupan cada vez más los posibles efectos negativos de las inversiones transfronterizas de las ETN, así como de los fondos privados de inversión en acciones y los fondos de cobertura.

Se espera que la entrada y salida de IED descienda en los países desarrollados debido a los efectos adversos de la crisis de los mercados financieros, además del crecimiento económico más débil de estas economías. El valor de las FAS transfronterizas en los países desarrollados disminuyó considerablemente en el primer semestre de 2008, en comparación con el segundo semestre de 2007. En el *World Investment Prospects Survey 2008-2010* de la UNCTAD, el 39% de las ETN que han respondido a la encuesta preveían un aumento de la entrada de IED en los países desarrollados, mientras que el año pasado habían sido más del 50%.

LAS EMPRESAS TRANSNACIONALES Y EL DESAFÍO DE LAS INFRAESTRUCTURAS

Los países en desarrollo necesitan enormes inversiones en infraestructuras.

Una dotación de infraestructuras de buena calidad es indispensable para el desarrollo económico y social. De hecho se la considera una de las principales condiciones para que los países en desarrollo puedan acelerar o mantener el ritmo de su desarrollo y alcanzar los objetivos del Milenio fijados por las Naciones Unidas.

Además, las necesidades futuras de inversiones en la infraestructura de los países en desarrollo superan ampliamente las cantidades aportadas actualmente por los gobiernos, el sector privado y otras entidades y hay, por lo tanto, un déficit de financiación considerable. Según estimaciones del Banco Mundial, en promedio, los países en desarrollo invierten cada año entre el 3 y el 4% de su PIB en infraestructura, cuando deberían invertir entre el 7 y el 9% para alcanzar objetivos más ambiciosos de crecimiento económico y reducción de la pobreza.

En todo el mundo el papel del Estado ha sufrido un cambio fundamental, debido en parte a la magnitud de las inversiones que requieren las obras de infraestructura. Los gobiernos han abierto las industrias y los servicios de las infraestructuras a una participación mucho más grande del sector privado, incluidas las ETN. Después de la segunda guerra mundial y hasta los años ochenta, las infraestructuras eran en general de incumbencia del Estado, a veces en forma de empresas de propiedad estatal, por ejemplo. Posteriormente se fue liberalizando el sector, aunque a un ritmo y en un grado que variaban según la rama de actividad y el país de que se tratara. En consecuencia, la relación entre el Estado y el sector privado ha evolucionado, y el primero asume cada vez más las funciones de regulador de las actividades de las empresas privadas, a menudo extranjeras. Esta relación seguirá cambiando en función del progreso tecnológico, la experiencia del sector privado y la reorientación de las prioridades políticas.

Además de las ETN de los países en desarrollo que se mencionan más adelante, en el sector de las infraestructuras han aparecido "nuevos protagonistas", entre los cuales un conjunto heterogéneo de instituciones que pertenecen a dos grandes grupos: los inversionistas privados y las entidades

de propiedad estatal o vinculadas a los gobiernos, como los fondos soberanos.

El *Informe sobre las inversiones en el mundo, 2008* se centra en las infraestructuras económicas, es decir la electricidad, las telecomunicaciones, el abastecimiento de agua y el saneamiento, los aeropuertos, las carreteras, los ferrocarriles y los puertos (estando estos cuatro últimos elementos englobados en la denominación colectiva de transportes). Todo análisis de las actividades de las ETN, sus efectos en el desarrollo y las recomendaciones de política económica debe tener en cuenta las principales características de esos sectores. Primero, las inversiones en infraestructuras suelen caracterizarse por ser muy intensivas en capital y por su complejidad. Segundo, los servicios de infraestructura a menudo requieren la existencia de redes (físicas) y suelen tener el carácter de oligopolios o monopolios. Tercero, en muchas sociedades el acceso a los servicios de infraestructura es una cuestión política y social. A menudo se considera que son servicios públicos, en el sentido que deberían ser accesibles a todos los usuarios, e incluso que algunos de ellos, como el abastecimiento de agua, constituyen un derecho humano. Cuarto, el sector de las infraestructuras es un factor determinante de la competitividad del conjunto de la economía y la calidad de las infraestructuras es un factor determinante de la IED. Quinto, las infraestructuras son un factor clave del desarrollo económico y la integración en la economía mundial.

La participación de las ETN en la infraestructura ha aumentado considerablemente, en particular en los países en desarrollo y las economías en transición.

El porcentaje de las entradas de IED que recibe el sector de la infraestructura está en rápido aumento. Entre 1990 y 2006, el valor de la IED en infraestructuras en todo el mundo se multiplicó por 31, alcanzando los 786.000 millones de dólares, y el de la IED recibida por los países en desarrollo se multiplicó por 29, llegando a 199.000 millones de dólares. A lo largo de ese período no dejaron de aumentar las inversiones en la mayoría de las industrias del sector de la infraestructura: los mayores incrementos se registraron en los sectores de la electricidad y las telecomunicaciones y fueron mucho menores en los transportes y el agua. En total, el porcentaje del acervo mundial de IED destinado a las infraestructuras se sitúa alrededor del 10%, mientras que en 1990 no superaba el 2%.

Si se examinan los compromisos de inversión extranjera en proyectos de infraestructura abiertos a la participación privada (participación que incluye la IED pero también otras inversiones realizadas en el marco de

concesiones) se constata también que las ETN han invertido considerables sumas en los países en desarrollo. En el período 1996-2006 dichos compromisos se cifraban en alrededor de 246.000 millones de dólares, inversiones que entre 1996 y 2000 se concentraron principalmente en América Latina y el Caribe (en un 67%) pero que a partir del cambio de siglo se reorientaron hacia África y Asia, donde la participación de las ETN en proyectos de infraestructura ha crecido a un ritmo relativamente más intenso.

En general, el *grupo de los PMA* permanece al margen del proceso de globalización de las inversiones en infraestructura, pues en 2006 recibió alrededor del 2% del volumen total de la IED en infraestructura destinada a los países en desarrollo. Entre 1996 y 2006 ese total se cifró en 246.000 millones de dólares, de los cuales poco más del 5% se destinó a los PMA.

La forma de participación de las ETN varía considerablemente según la industria que se considere. El sector de las telecomunicaciones es el único en el que la IED es la forma dominante de entrada de las ETN en los países en desarrollo y las economías en transición (véase el gráfico 3). En el sector de la electricidad, las concesiones son la principal modalidad de participación (un 62% de los casos), seguidas por las privatizaciones y los proyectos de inversiones nuevas (un 36% de los casos) (véase el gráfico 3). También predominan las concesiones en el sector de los transportes (en más del 80% de los casos) y en el abastecimiento de agua (un 70% de los proyectos). En el sector del agua son relativamente frecuentes los contratos de gestión y arrendamiento (25%) (véase el gráfico 3).

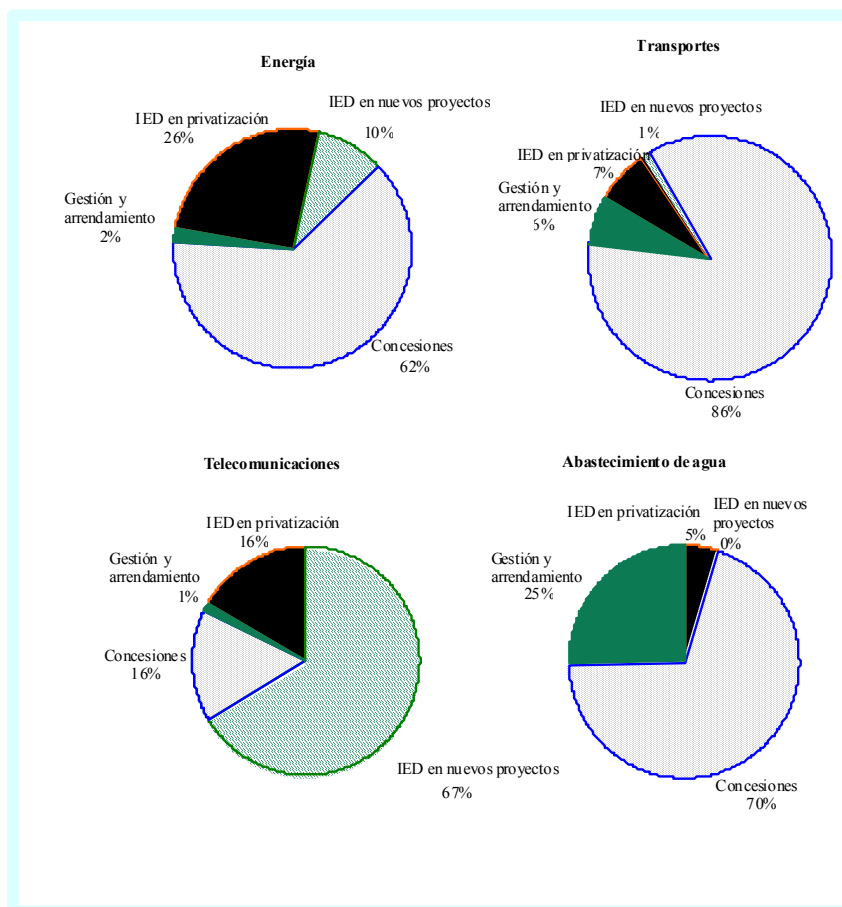
Los países en desarrollo tienen importantes empresas transnacionales dedicadas a la infraestructura y se están convirtiendo en inversionistas destacados en otros países en desarrollo.

En el plano internacional, las ETN de países desarrollados todavía dominan el sector de las infraestructuras, pero ha habido un marcado aumento de la participación de las ETN de países en desarrollo. En algunos ramos, como las telecomunicaciones, éstas ocupan ahora un lugar destacado y en otros, como el de los transportes, se han convertido incluso en líderes mundiales (cuadro 6). En 2006, de las 100 principales ETN del sector de las infraestructuras, 14 eran de los Estados Unidos, 10 de España, 8 de Francia y 8 del Reino Unido, pero nada menos que 22 tenían su sede en una economía en transición. La mayoría de estas últimas eran de Hong Kong (China), sede de 5 empresas, y Malasia y Singapur, cada una con 3 empresas.

Gráfico 3

Forma jurídica de la participación de inversionistas extranjeros en industrias del sector de la infraestructura de los países en desarrollo y las economías en transición, por industria, 1996-2006

(Porcentaje del número total de proyectos)



Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, gráfico III.6.

Nota: Los datos se refieren únicamente a compromisos de inversión en proyectos con participación del sector privado. Algunos de esos proyectos reciben también inversiones del sector público. No se tienen en cuenta los proyectos financiados exclusivamente por el sector público.

Cuadro 6

Principales ETN en las diferentes industrias del sector de las infraestructuras, clasificadas según sus activos en el extranjero, 2006

(Los nombres en negrita designan a empresas con sede en economías en desarrollo o en transición)

Rango	Electricidad	Telecomunicaciones	Transportes	Abastecimiento de agua y saneamiento	Gas natural	Empresas que operan en más de una industria
1	Electricité de France	Vodafone Group	Grupo Ferrovial	Veolia Environnement	Gaz de France	Suez
2	E.On	Telefónica	Abertis	Grupo Agbar	Spectra Energy Corp.	Hutchison Whampoa
3	Endesa	Deutsche Telekom	AP Moller-Maersk	Waste Management Inc	Centrica	RWE Group
4	Vattenfall	France Télécom	DP World	Shanks Group	Gas Natural	Bouygues
5	National Grid	Vivendi Inc	China Ocean Shipping	Waste Services Inc	Transcanada Corp.	YTL Power
6	AES Corp.	Liberty Global Inc	Canadian National Railways Co.	Stericycle Inc	Enbridge Inc	Babcock & Brown Infrastructure
7	Fortum	TeliaSonera	Skanska	Hyflux Limited	Sempra Energy	Enka Insaat ve Sanayi
8	Duke Energy Corp.	SingTel	PSA International	Clean Harbors Inc	El Paso Corp.	NWS Holdings
9	EDP Energias de Portugal	Telenor	Hochtief	..	Hunting Plc	..
10	International Power Plc	Nortel Networks	Vinci	..	Williams Companies	..
11	CLP Holdings	KPN	Macquarie Airports	..	Hong Kong & China Gas Co.	..
12	Iberdrola	BT Group	Deutsche Bahn	..	Distrigaz 'D'	..
13	Unión Fenosa	Verizon Communications	Orient Overseas International	..	Canadian Utilities Ltd.	..
14	PPL Corp.	SES	Grupo ACS	..	Iwatani International Corp.	..
15	Atel - Aare Tessin	Telecom Italia	Obrascón Huarte Lain	..	..	..
16	Public Service Enterprise Group	América Móvil	Kansas City Southern	..	..	..
17	Keppel Corp.	Mobile Telecommunications Co.	Canadian Pacific Railway	..	..	..
18	Cofide-CIR Group	TDC A/S	First Group	..	..	..
19	Edison International	Portugal Telecom	BBA Aviation	..	..	..
20	Enel	Tele2	China Communications Construction Co.	..	..	..

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, cuadro III.11.

En mayor o menor grado, las ETN del Sur cumplen un papel cada vez más importante en las industrias del sector de las infraestructuras de los países en desarrollo, aunque no invierten tanto como sus homólogas de países desarrollados. En *Asia y Oceanía* es particularmente notable la participación de las ETN de otras economías en desarrollo, especialmente en forma de inversiones intrarregionales. En el período comprendido entre 1996 y 2006 casi la mitad de los compromisos de inversión extranjera en la infraestructura de Asia y Oceanía procedieron de países en desarrollo y en dos sectores (telecomunicaciones y transportes), el porcentaje más alto de compromisos externos se originó en ETN del Sur. En *África*, los inversionistas de países en desarrollo dominan el sector de las telecomunicaciones (con 58% del total de los compromisos), pero su presencia es menos visible en otras partes de la infraestructura. En promedio, el 40% de los compromisos de inversión en África se originan en empresas de países en desarrollo. Por último, en *América Latina y el Caribe* los inversionistas de países en desarrollo son menos activos (representan el 16% del total de los compromisos de inversión). (Obsérvese que en "el total de los compromisos" están comprendidos los del sector privado y del Estado o las empresas de propiedad estatal que intervienen en proyectos de infraestructura abiertos a la participación privada, pero no lo están las inversiones en infraestructura realizadas únicamente por el Estado o por empresas de propiedad estatal.)

Las ETN dedicadas a la infraestructura tienen ventajas competitivas por diversas razones e invierten en el extranjero sobre todo para tener acceso a los mercados.

Las ventajas competitivas o las ventajas de propiedad de que gozan las ETN que trabajan en la infraestructura estriban principalmente en capacidades y conocimientos especializados, como por ejemplo el diseño y manejo de redes, conocimientos de ingeniería, conocimientos prácticos sobre el medio ambiente, la capacidad de gestionar proyectos y aptitudes personales adquiridas a través de la experiencia práctica. En algunos sectores, como el de las telecomunicaciones, es importante contar con modelos comerciales y conocimientos financieros especializados.

La mayor parte de las ETN del sector de la infraestructura invierten en el extranjero para acceder a los mercados de las economías receptoras. Su objetivo es aprovechar las oportunidades comerciales ofrecidas por diferentes medidas, como la liberalización y la desregulación en los países receptores, la licitación pública de proyectos de infraestructura y la apertura de los países

receptores a la adquisición de empresas locales por entidades extranjeras (incluidas la privatización y adquisición de empresas privadas). Las inversiones pueden también estar motivadas por la voluntad de seguir a clientes que operan en mercados de infraestructuras, realizar economías de escala y aprovechar las oportunidades de crecimiento que se presentan a nivel regional. Al ser el acceso a los mercados el principal objetivo de las ETN que invierten en las economías en desarrollo, los PMA quedan en desventaja y atraen menos inversiones, pues en general tienen mercados pequeños, especialmente en las diversas industrias de la infraestructura.

La movilización de recursos financieros para inversiones en infraestructuras por las ETN va en aumento, pero sigue siendo muy insuficiente.

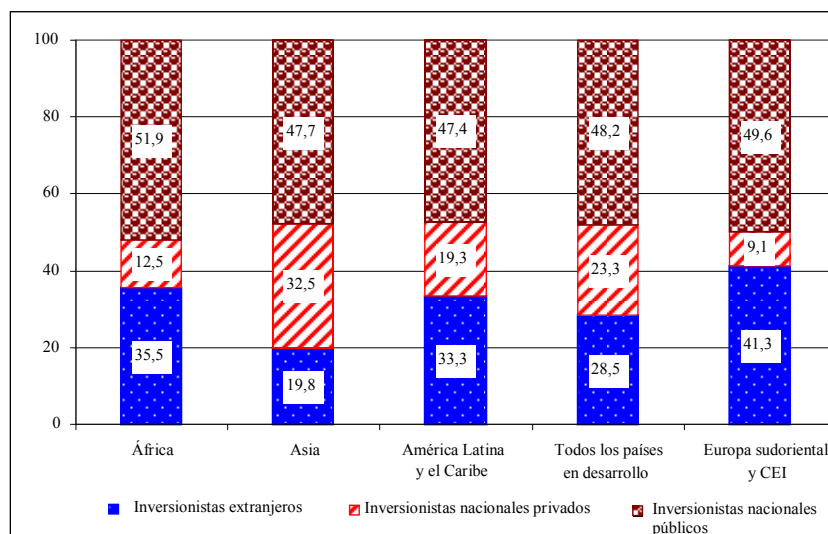
En los años noventa un número creciente de países en desarrollo se abrió a la IED y a la participación de las ETN en sus infraestructuras, en gran medida a consecuencia de las dificultades financieras que afrontaban sus gobiernos. Esta apertura a la inversión extranjera se tradujo en entradas sustanciales de recursos financieros. Como ya se ha mencionado, el volumen de la IED en las infraestructuras en los países en desarrollo, indicador de la medida en que las ETN logran movilizar recursos financieros, registró un fuerte incremento a partir de 1990.

Asimismo, los ya mencionados compromisos de inversión extranjera en la infraestructura de países en desarrollo por valor de 246.000 millones de dólares durante el período 1996-2006 representaban por término medio el 29% del total de los compromisos de inversión en proyectos de infraestructura con participación privada. Ello refleja la importancia de la contribución de las ETN en esos sectores de los países en desarrollo, especialmente en África, donde se registra el porcentaje más alto de inversiones extranjeras (36%) (véase el gráfico 4).

Sin embargo, esa contribución de las ETN, aunque considerable, no es suficiente para subsanar el gran déficit de financiación existente: se necesitan nuevas inversiones sustanciales, sea cual sea la fuente. Por ejemplo, en el *decenio* comprendido entre 1996 y 2006, los compromisos de inversión de las ETN en la infraestructura de África ascendieron en total a 45.000 millones de dólares -compromisos que, aunque se hubieran cumplido integralmente, serían apenas equivalentes a las necesidades *anuales* de inversiones en infraestructura de la región, que se cifran en 40.000 millones de dólares.

Gráfico 4
Proporción de los compromisos de inversión en infraestructuras correspondiente a los inversionistas extranjeros y a los inversionistas nacionales públicos y privados, por región, 1996-2006

(En porcentaje)



Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, gráfico III.1.

Nota: Los datos se refieren únicamente a compromisos de inversión en proyectos con participación del sector privado. Algunos de esos proyectos reciben también inversiones del sector público. No se tienen en cuenta los proyectos financiados exclusivamente por el sector público.

De igual manera, en gran parte de América Latina, las inversiones de empresas extranjeras en infraestructura realizadas en los años noventa estuvieron relacionadas con una disminución de las inversiones públicas en el sector. Como preveían un aumento en gran escala de las inversiones del sector privado, muchos gobiernos de la región recortaron el gasto público en infraestructuras, pero el incremento de las inversiones de las ETN (y del sector privado nacional) fue insuficiente para compensar íntegramente esa disminución. Una enseñanza importante de esta experiencia es que no se debe esperar que la participación de las ETN satisfaga la totalidad de las necesidades de inversión en infraestructuras de un país; antes bien, la contribución de las ETN debe considerarse un importante suplemento y complemento de las inversiones internas.

Las inversiones de las ETN en las infraestructuras de los países en desarrollo repercuten en su funcionamiento...

Las actividades de las ETN en la infraestructura en los países receptores entrañan la introducción de tecnologías materiales (por ejemplo, maquinaria especializada para la depuración del agua) e inmateriales (por ejemplo, métodos de organización y gestión). En lo referente a las tecnologías materiales, por ejemplo en el sector de las telecomunicaciones, la implantación en el mercado de operadores internacionales procedentes tanto de países en desarrollo como de países desarrollados ha contribuido a bajar el umbral de acceso a las tecnologías de la información y la comunicación y su utilización en los países en desarrollo. Asimismo, las ETN transfieren tecnología inmaterial a sus proyectos en los países receptores, por ejemplo reorganizando los procesos operativos, modernizando los sistemas de adquisición y subcontratación y mejorando los registros de clientes y los métodos de recopilación de información. En general, los estudios muestran que en varios casos la introducción de tecnologías materiales e inmateriales por filiales de empresas extranjeras ha contribuido a aumentar la productividad de la prestación de servicios, así como su fiabilidad y calidad. Sin embargo, el contexto tiene su importancia y la mejora de los resultados como consecuencia de la participación de las ETN (y más en general de las empresas privadas) depende en gran medida de que haya un marco normativo bien definido.

Las repercusiones que pueden tener esas transferencias en todo un sector también dependen de que las tecnologías se transmitan a otras empresas del ramo por otras vías, como las operaciones de riesgo compartido, la circulación del personal y los efectos de demostración. Por ejemplo, en el sector de la producción de energía eléctrica de China, la participación de las ETN en proyectos de riesgo compartido de gran envergadura ha requerido una cooperación sistemática e integral entre los inversionistas extranjeros y sus homólogos chinos en la gestión de los proyectos. Gracias a ello, estos últimos han podido profundizar sus conocimientos y aumentar su eficacia. Para que las ETN que trabajan en la infraestructura puedan difundir la tecnología eficazmente, es fundamental que existan empresas nacionales competentes.

Cuanto más expuesto está un sector de la infraestructura a la libre competencia, tanto más probable es que la intervención de las ETN y la consiguiente intensificación de la competencia contribuyan a aumentar la

eficacia del sector. Por ejemplo, en muchos países, se ha establecido una estructura de mercado competitiva en el sector de las telecomunicaciones en respuesta a los cambios tecnológicos y a reformas de la industria. En Uganda, por ejemplo, por efecto de la competencia entre el proveedor nacional y diferentes ETN, bajaron los precios y se aceleró la penetración de la telefonía móvil en el país. El estudio comparado de varios países ha demostrado que la privatización y la competencia son complementarias: ésta aumenta los beneficios de aquella y viceversa.

En cambio, en el sector del abastecimiento de agua, que en lo esencial sigue siendo un monopolio natural, puede ocurrir que con la implantación de las ETN el monopolio de Estado se convierta en un monopolio de propiedad extranjera, lo cual implica una restricción de la competencia y por lo tanto de las posibilidades de aumento de la eficiencia. En otros servicios, si bien la entrada de las ETN en el mercado puede intensificar la competencia y por lo tanto la eficiencia, también puede impedir la intervención de agentes nacionales o desplazar a los que ya existen. En los sectores de la electricidad y las telecomunicaciones -ambos relativamente expuestos a la libre competencia- la experiencia de varios países en desarrollo muestra que en algunos casos las ETN pueden estar implicadas en prácticas anticompetitivas.

En algunos países en desarrollo que disponen de capacidad nacional, los participantes privados locales pueden hacerse más competitivos y eficaces colaborando con las ETN de diferentes maneras. Por ejemplo, en países como Marruecos, en el sector de las telecomunicaciones se han realizado privatizaciones parciales, en las que intervienen ETN como accionistas minoritarios, lo cual ha fomentado la competencia. Algunos países han podido mejorar la calidad de los servicios públicos convirtiendo empresas públicas en privadas, sin participación directa de las ETN. Empero, los éxitos se registran sobre todo en países de renta relativamente altas o economías en desarrollo de grandes dimensiones.

... lo cual a su vez tiene consecuencias para la prestación de servicios básicos y el acceso universal a ellos.

En general la implantación de las ETN se traduce por un incremento de la oferta y una mejora de la calidad de los servicios de las infraestructuras en los países receptores, pero sus efectos en las tarifas varían. En algunos casos se temía que con la llegada de las ETN las tarifas de los servicios públicos quedarán fuera del alcance de los pobres. Más concretamente, la

asequibilidad de los precios viene determinada a la vez por las tarifas de los servicios y los ingresos de los consumidores de una determinada economía. Por lo tanto, las consecuencias de la presencia de las ETN para el acceso a los servicios pueden variar de un grupo a otro de la sociedad: los mejores resultados de un sector no se traducen necesariamente en una mayor disponibilidad y asequibilidad de los servicios públicos para todos los miembros de una sociedad, en particular los pobres y las personas que viven en zonas rurales, aisladas o económicamente desfavorecidas.

Las mejoras en la prestación, la cobertura, las tarifas y la accesibilidad de los servicios básicos de resultas de la participación de las ETN en los países en desarrollo son más acusadas en el sector de las *telecomunicaciones*, más concretamente la telefonía móvil, que en cualquier otra infraestructura. Muchos países en desarrollo han vivido una "revolución del móvil": gracias a los nuevos modelos de actividad comercial introducidos por las ETN, los servicios de telefonía móvil han podido llegar a los sectores de bajos ingresos. En el sector de los *transportes* de las economías en desarrollo, las modalidades de participación de las ETN han sido mucho más variadas que en otros ámbitos. Por ejemplo, los operadores de terminales internacionales han mejorado considerablemente la calidad de los servicios en los puertos principales, lo cual ha redundado en una mayor conectividad de los países en desarrollo con la economía mundial.

A diferencia del sector de las telecomunicaciones, y en menor medida de los transportes, las repercusiones en los sectores de la electricidad y el abastecimiento de agua han sido desiguales. Los efectos de la implantación de las ETN en las tarifas y por lo tanto en el acceso a la electricidad y al agua, obedecen a factores políticos, sociales y contractuales y también dependen de los incrementos de la productividad y la eficiencia. Si el Estado no concede subvenciones a los usuarios, las ampliaciones de la capacidad de oferta y los incrementos de la productividad y la eficiencia pueden no ser suficientes para mantener bajas las tarifas y al mismo tiempo cubrir costos. Los países pueden seguir subvencionando los precios tras la llegada del sector privado, aunque a veces optan por elevar las tarifas con el fin de atraer a las empresas y al mismo tiempo reducir los subsidios.

En varios países en desarrollo hay indicios de que un aumento de las inversiones del sector privado -a menudo con participación de ETN- en muchos casos ha dado lugar a un aumento de la capacidad de oferta y del número de conexiones a la red en el sector de la *electricidad*, y de este modo a progresos constantes en la fiabilidad y calidad de los servicios. Dado que las tarifas eléctricas dependen de muchos factores, en algunos casos han bajado tras la entrada de las ETN en el mercado, pero en general no han

seguido tendencias definidas, ni a la baja ni al alza. En lo que se refiere al acceso de los usuarios al *agua*, muchas veces la implantación de las ETN no ha tenido los efectos esperados, aunque hay indicios de que cuando la participación de las ETN se ha hecho con arreglo a planes bien diseñados, ha dado lugar a una expansión considerable del servicio. El que no se hayan cumplido las expectativas de que la entrada de las ETN en el sector del abastecimiento de agua hiciera posible un mayor acceso a ese servicio es uno de los motivos de la anulación de concesiones en países como la Argentina, Bolivia y Filipinas.

En resumen, en los sectores de las telecomunicaciones y los transportes, las ETN han contribuido sustancialmente a aumentar la asequibilidad y accesibilidad de los servicios. En el caso de los servicios considerados básicos, como el abastecimiento de agua potable, si los incrementos de eficiencia logrados por las ETN *no son suficientes* para mantener tarifas bajas y cubrir costos y si el gobierno no subvenciona a los usuarios, el acceso de los pobres a los servicios se ve afectado. Las políticas del gobierno son esenciales en todos los sectores de la infraestructura, pero, desde el punto de vista social, lo son aún más en el caso de la electricidad y el agua potable.

Sacar ventaja de la participación de las ETN constituye un complejo reto de política.

Los países receptores deben determinar el momento apropiado en el que conviene atraer a las ETN hacia la construcción y gestión de las infraestructuras. También necesitan encontrar modos de lograr que los proyectos ejecutados con participación de ETN surtan los efectos esperados en materia de desarrollo. Es un desafío complejo a la hora de adoptar las políticas oportunas.

Del mismo modo que las prioridades y opciones fundamentales varían de un país a otro, también varía la combinación óptima de inversiones públicas y privadas (incluidas las de las ETN). Para formular y aplicar políticas apropiadas que permitan sacar pleno provecho de la participación de las ETN en diversos sectores de la infraestructura, es preciso contar con los conocimientos y capacidades adecuados. Los gobiernos deben fijar prioridades entre las distintas solicitudes de proyectos que se les presentan, fijar objetivos claros y realistas para los proyectos seleccionados e integrarlos en estrategias de desarrollo más amplias. Esto significa que los organismos públicos deben tener la capacidad institucional y la competencia necesarias

para guiar, negociar, reglamentar y supervisar los proyectos. Esto vale no sólo a nivel central, sino también a nivel provincial y municipal.

Muchos países en desarrollo solicitan inversiones extranjeras para desarrollar su infraestructura física, pero es cada vez más difícil convencer a las empresas extranjeras para que inviertan. Por efecto del aumento de la demanda en el mundo en desarrollo y en las grandes economías emergentes, los posibles inversionistas esperan ahora realizar mayores ganancias por el mismo riesgo. Esto resulta particularmente problemático cuando se necesitan grandes inversiones iniciales de capital, cuando resulta difícil recuperar los costos y cuando se presentan problemas sociales considerables. Además, el fracaso de varios proyectos y los múltiples litigios relacionados con inversiones han contribuido a que los inversionistas extranjeros se muestren más prudentes con respecto a los proyectos de infraestructura.

Los países intentan conseguir una mayor participación de las ETN en la infraestructura, pero el grado de apertura varía según el sector.

La tendencia a la apertura ha sido más marcada entre los países desarrollados y las economías en desarrollo y en transición relativamente avanzadas. Aunque la índole de la liberalización ha variado, todos los grupos de países tienen ahora una actitud más positiva con respecto a las actividades de las ETN en los sectores de la infraestructura que hace 20 años.

Sin embargo, se observan variaciones significativas según los sectores. El más abierto es el de las telecomunicaciones móviles y el más cerrado es el del abastecimiento de agua. En general, los países están más abiertos a la participación de las ETN en sectores en los que las diversas actividades son relativamente fáciles de disociar y abrir a la competencia. Además, la apertura parece ser mayor en los países con capacidades institucionales y normativas más desarrolladas. Al mismo tiempo, algunos gobiernos se están mostrando más renuentes a permitir que empresas extranjeras asuman el control de determinadas infraestructuras, como la generación y distribución de electricidad, las operaciones portuarias y las telecomunicaciones. Se han propuesto nuevas restricciones en aras de la seguridad nacional o el interés público.

A pesar de esas preocupaciones, muchos países no sólo han eliminado las barreras que obstaculizaban las inversiones de las ETN sino que están intentando activamente atraerlas hacia algunos sectores de la infraestructura. Muchos organismos de promoción de las inversiones (OPI) se han propuesto

entablar relaciones con empresas dedicadas a las infraestructuras. En una encuesta realizada por la UNCTAD y la Asociación Mundial de Organismos de Promoción de las Inversiones, alrededor del 70% de los organismos encuestados indicó que estaban intentando atraer esas inversiones, mientras que sólo el 24% declaró no hacerlo. Las casi tres cuartas partes de los OPI indicaron que las infraestructuras constituían una prioridad más importante que hacía cinco años.

De conformidad con las pautas generales de apertura a las inversiones de las ETN, los sectores de las infraestructuras que más interesaban a los OPI eran el de la producción de electricidad, los servicios de Internet y los aeropuertos. En cambio, los sectores que menos les interesaban eran los de la distribución y la transmisión de electricidad (véase el cuadro 7). A juzgar por las tendencias de las inversiones en los PMA, podría ser conveniente que los países de bajos ingresos se dirigieran a las ETN de otros países en desarrollo, en particular en lo que respecta a las infraestructuras de los transportes.

Cuadro 7
Proporción de OPI que promueven la IED en determinadas industrias del sector de la infraestructura, por región

(Porcentaje del total de OPI que respondieron a la encuesta)

Sector	Todos los países	Países desarrollados	Países en desarrollo	África	Asia	América Latina y el Caribe	Europa Sudoriental y CEI
Transportes							
Carreteras	31	5	42	43	46	38	48
Puertos	37	30	42	50	31	44	29
Aeropuertos	41	35	40	57	23	38	71
Ferrocarriles	24	15	28	50	23	13	29
Electricidad							
Generación	49	30	56	79	46	44	57
Transmisión	19	0	26	36	23	19	29
Distribución	17	5	23	36	23	13	14
Telecomunicaciones							
Telefonía fija	29	20	30	50	23	19	43
Telefonía móvil	40	40	40	57	38	25	43
Servicios de Internet	44	45	42	71	31	25	57
Abastecimiento de agua							
Abastecimiento de agua	33	26	33	43	23	31	57
Saneamiento	26	15	28	29	23	31	43
<i>Número de respuestas</i>	<i>70</i>	<i>20</i>	<i>43</i>	<i>14</i>	<i>13</i>	<i>16</i>	<i>7</i>

Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, cuadro V.3

Para fomentar el desarrollo se requieren un marco de gobernanza apropiado y sólidas capacidades de gobierno.

Sin un marco institucional y normativo adecuado, aumentan los riesgos de que un país se vea perjudicado al abrirse a la participación de las ETN. Lo que es más, cuando un país se ha liberalizado, suele ser difícil revertir el proceso; de ahí la importancia del orden de las reformas. Lo ideal es que, antes de la apertura, se proceda a una reestructuración competitiva, al establecimiento de normas y a la creación de un organismo regulador independiente. Esa sucesión de medidas contribuye a aclarar las reglas del juego a los potenciales inversionistas y prepara mejor a los gobiernos para acometer un proyecto específico. Sin embargo, en realidad, la apertura a la inversión extranjera ha precedido por lo general a la introducción de amplias reformas, lo que ha limitado los resultados positivos. Mientras no se establezcan organismos reguladores creíbles, quizás lo que más convenga a los países en desarrollo sea mantener sus empresas de servicios en el sector público.

Si se invita a las ETN a prestar servicios de infraestructura recaen más responsabilidades en los funcionarios públicos, no menos. Las inversiones en infraestructura requieren normalmente la negociación de contratos entre el país receptor y los inversionistas extranjeros. En los contratos se establece un acuerdo adaptado a las exigencias particulares de cada proyecto y a las intenciones de las partes contratantes. Por consiguiente, es importante que los países adquieran los conocimientos necesarios para determinar el nivel y las modalidades deseables de participación de las ETN, y para negociar y vigilar la ejecución de los proyectos.

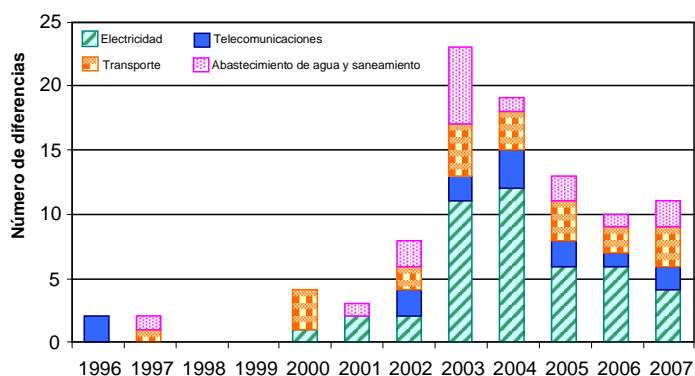
Debido a las asimetrías de información y experiencia entre las ETN y los gobiernos de los países receptores es difícil que los funcionarios del sector público dispongan de tantos recursos como el sector privado cuando negocian los contratos. Las grandes ETN suelen emplear a bufetes internacionales de abogados y otros expertos que se especializan en operaciones de financiación de proyectos, lo que no siempre está al alcance de los países en desarrollo.

Si países de experiencia limitada deciden hacer participar a ETN en proyectos de infraestructura, sería aconsejable que empezaran en pequeña escala, en vez de adoptar un ambicioso programa multisectorial. También puede serles útil, en un primer momento, concentrarse en los segmentos menos conflictivos de un sector.

Varias controversias relativas a inversiones tienen que ver con la infraestructura.

En los últimos años, ha llamado cada vez más la atención el aumento de las controversias relativas a inversiones en infraestructura. Al final de 2007, había unas 95 diferencias (o la tercera parte de las controversias conocidas resultantes de tratados entre inversionistas y Estados) relacionadas con la electricidad, el transporte, las telecomunicaciones y el abastecimiento de agua y el saneamiento (véase el gráfico 5). Las controversias han provocado un debate sobre las consecuencias de los acuerdos internacionales de inversión y, en especial de los tratados bilaterales.

Gráfico 5
Número de diferencias conocidas relativas a inversiones en infraestructura, 1996-2007
 (Casos nuevos por año)



Fuente: UNCTAD, *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, gráfico V.3.

Preocupa a algunos observadores que la mayor protección y seguridad para los inversionistas extranjeros se han logrado a costa de una excesiva reducción de la flexibilidad reguladora de los gobiernos. Sostienen que la posibilidad de un arbitraje entre los inversionistas y el Estado puede menoscabar la capacidad de los Estados de adoptar normas para el bienestar público y otras reglamentaciones en el interés de la ciudadanía. Otros

observadores dudan de que los tratados bilaterales de inversión hayan podido o puedan alguna vez ofrecer a los inversionistas la protección para la que fueron originalmente concebidos. Las ETN que han visto sus demandas desestimadas, o recibido indemnizaciones mucho menores de lo que reclamaban, han podido comprobar que los tratados bilaterales los protegen menos de lo que esperaban.

Un estudio de las decisiones arbitrales muestra que menos de la mitad de los laudos dictados favorecieron al demandante, y que las indemnizaciones otorgadas por daños y perjuicios fueron considerablemente inferiores a las pretensiones de los inversionistas. El hecho de que más de 90 controversias conocidas se refieran a infraestructuras pone de manifiesto que la celebración de AII (y la coexistencia de AII y contratos con el Estado) puede tener importantes consecuencias para los Estados receptores. Por otra parte, el número de controversias debería considerarse a la luz de los varios miles de AII existentes y de la enorme cantidad de proyectos de inversión en infraestructura. A esto se suma el hecho de que, si las renegociaciones de los contratos tienen éxito, no llegan a suscitar ni controversias ni arbitrajes. La complejidad de todos estos temas, junto con la evolución dinámica de los AII y de la jurisprudencia internacional, ponen de relieve la importancia del fomento de la capacidad para que los gobiernos de los países en desarrollo entiendan las consecuencias de celebrar AII. Esos gobiernos también tienen que estar mejor preparados para hacer frente a posibles controversias en materia de inversiones.

Se necesitan mayores compromisos de la comunidad internacional...

Es importante considerar el papel que podrían desempeñar los países de origen y la comunidad internacional a la hora de facilitar mayores inversiones extranjeras en los países que las deseen. Esto es particularmente interesante en el caso de los países de bajos ingresos, que carecen de capacidad nacional y, en general, no han logrado atraer una participación significativa de ETN en la infraestructura.

Sin alguna forma de subsidios, es difícil atraer inversiones de ETN en las economías, comunidades y sectores de actividad que se caracterizan por un escaso poder adquisitivo y dudosa solvencia. En esos casos, las instituciones de financiación del desarrollo pueden tener un efecto catalítico en la financiación. Sobre todo en sectores como la electricidad, el abastecimiento de agua y el transporte, hay un gran potencial para establecer sinergias entre la inversión extranjera y la asistencia oficial para el desarrollo.

(AOD). Al aumentar los fondos disponibles, los asociados para el desarrollo y los países de origen de las empresas inversionistas podrían desempeñar un papel fundamental, ayudando a "aglutinar" la inversión extranjera en torno a proyectos de infraestructura en los países en desarrollo

Si bien los asociados para el desarrollo han incrementado recientemente sus compromisos de AOD para el fomento de la infraestructura, los actuales niveles de ayuda no se han recuperado del período anterior de descenso de los préstamos de los bancos multilaterales, ni han llegado a los niveles prometidos en varios foros internacionales. Lo que es más, mientras que los asociados para el desarrollo todavía no han proporcionado la totalidad de los fondos prometidos para elevar la inversión en infraestructura en los países de bajos ingresos, los fondos existentes no están siendo plenamente utilizados, una situación que se ha llamado en ocasiones "la paradoja de la infraestructura". Según evaluaciones recientes, la liquidez de las instituciones de financiación del desarrollo es muy abundante.

Los asociados para el desarrollo deberían cumplir sus compromisos de AOD destinada a las infraestructuras. Las instituciones que proporcionan financiación bilateral o multilateral también deben estar más dispuestas a correr riesgos y dedicar una mayor parte de sus actividades a las necesidades de los países de bajos ingresos. Además, deberían tener en cuenta todas las opciones. Aunque en general haya muy buenas razones para facilitar una mayor participación del sector privado, incluidas las ETN, no deberían descartarse otros enfoques. En algunos proyectos, en particular de abastecimiento de agua y algunos aspectos del suministro de energía eléctrica, puede haber razones sólidas para mantener la gestión de los servicios en manos del sector público. Pero también en otras industrias, la escasa capacidad institucional puede hacer que la participación del sector privado sea demasiado arriesgada. En tales situaciones, quizás sea más apropiado concentrar los esfuerzos internacionales en apoyar a las empresas públicas existentes. Por consiguiente, los asociados para el desarrollo deberían prestar suficiente atención a la financiación de proyectos de infraestructura para los que quizás no sea posible lograr la participación del sector privado.

... entre otras cosas para mitigar los riesgos y fomentar la capacidad en los países de bajos ingresos.

Las medidas de mitigación de riesgos que adopten los países de origen y las organizaciones internacionales pueden contribuir, a corto plazo, a movilizar fondos privados para proyectos de infraestructura en las economías en desarrollo y en transición. Deberá prestarse especial atención a las medidas dirigidas a mitigar tres tipos básicos de riesgos: los políticos (incluidos los riesgos a nivel subnacional, los contractuales y los regulatorios), los crediticios y los cambiarios.

A pesar de la gran cantidad de instrumentos de mitigación de riesgos disponibles, los programas existentes están insuficientemente adaptados a la situación de los países de bajos ingresos. Por ejemplo, la financiación en moneda nacional por parte de las instituciones de financiación del desarrollo requiere, en general, un mercado de permuta de divisas bien afianzado. Cuando esa condición se cumple, es menos probable que la intervención de esas instituciones sea necesaria. Por otra parte, los instrumentos de mitigación de riesgos no deberían considerarse una panacea. Una excesiva mitigación de los riesgos puede plantear problemas de riesgo moral y alentar la imprudencia de inversionistas y prestamistas al asumir riesgos. Si bien los instrumentos de mitigación de los riesgos pueden facilitar la movilización de deuda privada e inversiones privadas directas en empresas, no mejoran la viabilidad de proyectos mal estructurados. Esto pone de relieve la importancia de la labor de fomento de la capacidad.

Esa labor es especialmente importante en los PMA. Según las circunstancias específicas de cada país, la asistencia quizás deba dirigirse al desarrollo de marcos jurídicos y reglamentarios, la evaluación de las diferentes opciones normativas y contractuales, la preparación de propuestas de proyectos, o la vigilancia y el cumplimiento de las leyes, reglamentos y contratos. En vista de la naturaleza de los proyectos, se necesita asistencia urgente para los gobiernos a todos los niveles, nacional, provincial y municipal. A pesar de que se han adoptado medidas positivas para satisfacer esas necesidades, las iniciativas actuales siguen siendo muy insuficientes. Es preocupante que los fondos disponibles para el fomento de la capacidad no siempre se utilicen íntegramente.

Los servicios de asesoramiento deberían proporcionar orientación no sólo sobre las maneras de alentar la inversión, sino también sobre la forma de hacer encajar la infraestructura en planes y objetivos de desarrollo más

amplios. La mayor parte del apoyo al fomento de la capacidad está actualmente a cargo de instituciones financieras que frecuentemente tienen intereses directos en los proyectos. Valdría la pena considerar la posibilidad de que las Naciones Unidas intervengan más activamente en ese contexto. Dada su neutralidad, la Organización podría complementar a los actuales participantes, por ejemplo, ayudando a los gobiernos de los países en desarrollo a evaluar los contratos sobre infraestructuras y aumentar su capacidad negociadora. Promover la capacidad de los gobiernos en esos aspectos podría contribuir a que las entradas de inversiones reportaran mayores beneficios para el desarrollo.

El desarrollo de la infraestructura física sigue siendo uno de los campos que requiere con mayor urgencia la atención de las autoridades competentes. Las necesidades son enormes, y satisfacerlas exigirá una mayor intervención del sector privado, incluidas las ETN. Eso es particularmente cierto en el caso de los PMA, en los que las mejoras de la infraestructura son fundamentales para que puedan alcanzar los objetivos de desarrollo del Milenio. Al mismo tiempo, los países de bajos ingresos suelen estar poco preparados, tanto para atraer a las ETN al sector de la infraestructura como para obtener el máximo beneficio de la participación de esas empresas. Sea cual sea la combinación de los sectores público y privado por la que se opte, la presencia de instituciones y mecanismos de aplicación de normas adecuados es esencial para garantizar una prestación eficaz y equitativa de servicios de las infraestructuras. Para superar el desafío de las infraestructuras se necesita la acción coordinada de todas las partes pertinentes. Esto significa una combinación adecuada de mejora de la gobernanza y las capacidades en los países receptores, mayor apoyo de la comunidad internacional y comportamiento responsable por parte de los inversionistas.



Supachai Panitchpakdi
Secretario General de la UNCTAD

Ginebra, julio de 2008

ANEXO

Informe sobre las inversiones en el mundo, 2008: Las empresas transnacionales y el desafío de las infraestructuras

ÍNDICE

PREFACIO EXPRESIONES DE AGRADECIMIENTO PANORAMA GENERAL

PRIMERA PARTE

FLUJOS DE INVERSIONES SIN PRECEDENTES EN 2007, PERO SE PREVÉ UNA DISMINUCIÓN

CAPÍTULO I. TENDENCIAS MUNDIALES

A. La IED y la producción internacional

1. Tendencias recientes de la IED
 - a) Tendencias generales
 - b) Distribución geográfica
 - c) Distribución sectorial
2. Producción internacional
3. Índices de los resultados y del potencial de la IED
4. Evolución de las políticas en materia de IED
 - a) Evolución en el plano nacional
 - b) Evolución en el plano internacional

B. La evolución monetaria y financiera actual y la IED

1. La crisis hipotecaria y las corrientes de IED
2. Influencia de la baja del dólar en las decisiones sobre la IED

C. La IED realizada por los fondos soberanos

1. Características de los fondos soberanos
2. Pautas de inversión
3. Preocupaciones crecientes acerca de los fondos soberanos

D. Las ETN más grandes

1. Las 100 ETN más grandes del mundo
2. Las 100 ETN más grandes de los países en desarrollo
3. Rentabilidad de las ETN más grandes
4. Las 50 ETN financieras más grandes del mundo

E. Perspectivas

CAPÍTULO II. TENDENCIAS REGIONALES

INTRODUCCIÓN

A. Países en desarrollo

1. África
 - a) Tendencias geográficas
 - b) Tendencias sectoriales: aumento de la entrada de inversiones en los servicios
 - c) Evolución de las políticas
 - d) Perspectivas: los precios de los productos básicos impulsan la IED
2. Asia meridional, oriental y sudoriental y Oceanía
 - a) Tendencias geográficas
 - b) Tendencias sectoriales: aumento de la entrada de inversiones en todos los sectores
 - c) Evolución de las políticas
 - d) Perspectivas: siguen siendo prometedoras
3. Asia occidental
 - a) Tendencias geográficas
 - b) Tendencias sectoriales: gran concentración en los servicios
 - c) Evolución de las políticas
 - d) Perspectivas: la IED se mantendrá estable
4. América Latina y el Caribe
 - a) Tendencias geográficas
 - b) Tendencias sectoriales: crecimiento impulsado por el sector primario y las actividades basadas en los recursos naturales
 - c) Evolución de las políticas
 - d) Perspectivas: crecimiento de los flujos de entrada y de salida

B. Europa sudoriental y la Comunidad de Estados Independientes

1. Tendencias geográficas
 - a) Entradas de IED: se incrementa la IED en busca de mercados
 - b) Salidas de IED: las ETN rusas se expanden en el extranjero
2. Tendencias sectoriales: dominan los servicios
3. Evolución de las políticas
4. Perspectivas: los recursos naturales seguirán atrayendo IED

C. Países desarrollados

1. Tendencias geográficas
 - a) Entradas de IED: más dinámicas en la Unión Europea
 - b) Salidas de IED: fuerte inversión neta en el extranjero
2. Tendencias sectoriales: considerable aumento en la actividad manufacturera
3. Evolución de las políticas
4. Perspectivas: es probable una desaceleración de la IED a corto plazo

SEGUNDA PARTE**LAS EMPRESAS TRANSNACIONALES Y EL DESAFÍO DE LAS INFRAESTRUCTURAS****INTRODUCCIÓN****CAPÍTULO III. LAS ETN EN EL SECTOR DE LA INFRAESTRUCTURA****A. Principales características de las industrias del sector de la infraestructura y nuevas cuestiones planteadas**

1. Características de las industrias del sector de la infraestructura
2. El déficit de inversión en infraestructura en los países en desarrollo
3. El papel del Estado y los demás participantes en el sector de la infraestructura

B. Participación de las ETN en el sector de la infraestructura

1. Tendencias mundiales
2. Participación de las ETN en los países en desarrollo

C. Las ETN relacionadas con la infraestructura

1. Las principales ETN dedicadas a la infraestructura
2. Principales inversionistas en la infraestructura de los países en desarrollo, por sector
3. Inversionistas Sur-Sur en los países en desarrollo

D. Ventajas competitivas, factores impulsores y estrategias de las ETN en el sector de la infraestructura

1. Origen de las ventajas competitivas
2. Factores impulsores, motivos y modalidades de las ETN en el sector de la infraestructura
 - a) Factores impulsores y motivos
 - b) Modalidades de participación de las ETN
3. Internacionalización de las estrategias de las ETN en el sector de la infraestructura

E. Conclusiones**CAPÍTULO IV. IMPACTO DE LA PARTICIPACIÓN DE LAS ETN EN LOS PAÍSES RECEPTORES EN DESARROLLO****A. El papel de las ETN en la movilización de recursos financieros y su impacto en las inversiones en el sector de la infraestructura****B. Impacto en la marcha del sector y la prestación de servicios de infraestructura**

1. Transferencia y difusión de la tecnología
2. Efectos en la competencia y la eficiencia
3. Impacto en la prestación de servicios y repercusiones para el acceso universal
 - a) Electricidad
 - b) Telecomunicaciones
 - c) Transporte
 - d) Abastecimiento de agua y saneamiento

C. Impacto y cuestiones más generales en materia de desarrollo

1. Impacto económico más general
2. Poder de negociación y preocupaciones normativas

D. Conclusiones

CAPÍTULO V. DESAFÍOS Y OPCIONES

A. Un desafío complejo

B. Políticas de los países receptores para atraer a las ETN y beneficiarse de su participación

1. Establecimiento del marco institucional y normativo
2. La apertura a la participación de las ETN varía según la industria y el país
 - a) En el sector de la electricidad, la apertura es mayor en el segmento de la generación
 - b) Casi todos los países permiten a las ETN invertir en las telecomunicaciones
 - c) El abastecimiento de agua sigue siendo un sector muy restringido
 - d) El transporte por carretera es el más abierto, y el ferroviario el más cerrado
 - e) Preocupación creciente por el carácter estratégico de la infraestructura
3. Los organismos de promoción de inversiones atribuyen cada vez mayor importancia a la infraestructura
4. Gestión de diferentes formas de participación de las ETN
5. Consideración de los objetivos sociales

C. Acuerdos internacionales de inversión y diferencias relativas a inversiones

1. El papel de los acuerdos internacionales de inversión
2. Diferencias relativas a inversiones en infraestructura
 - a) Muchas diferencias relativas a inversiones tienen que ver con la infraestructura
 - b) Decisiones arbitrales recientes sobre disposiciones fundamentales de los AII
3. Conclusiones y consecuencias

D. El papel de los países de origen y las instituciones internacionales

1. Mejor uso de la asistencia oficial para el desarrollo
2. Medidas de mitigación de riesgos
 - a) Cobertura del riesgo político
 - b) Cobertura del riesgo crediticio
 - c) Cobertura del riesgo cambiario
3. Medidas de fomento de la capacidad
4. Promoción de los proyectos regionales de infraestructura

E. Conclusiones

REFERENCIAS

ANEXOS

Lista de los Informes sobre las inversiones en el mundo

World Investment Report 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. 294 p. Sales No. E.07.II.D.9. \$80. www.unctad.org/en/docs/wir2007_en.pdf.

Informe sobre las inversiones en el mundo, 2007. Empresas transnacionales, industrias extractivas y desarrollo. Panorama general, 56 págs. www.unctad.org/en/docs/wir2007overview_en.pdf.

World Investment Report 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development. 340 p. Sales No. E.06.II.D.11. \$80. www.unctad.org/en/docs/wir2006overview_en.pdf.

Informe sobre las inversiones en el mundo, 2006. La inversión extranjera directa de los países en desarrollo y las economías en transición: consecuencias para el desarrollo. Panorama general, 56 págs. www.unctad.org/en/docs/wir2006_en.pdf.

World Investment Report 2005. Transnational Corporations and the Internationalization of R&D. 334 p. Sales No. E.05.II.D.10. \$75. www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf.

Informe sobre las inversiones en el mundo, 2005. Las empresas transnacionales y la internacionalización de la I+D. Panorama general, 78 págs. www.unctad.org/en/docs/wir2005overview_en.pdf.

World Investment Report 2004. The Shift Towards Services. 468 p. Sales No. E.04.II.D.33. \$75.

Informe sobre las inversiones en el mundo, 2004. El giro hacia los servicios. Panorama general, 54 págs. Document symbol: UNCTAD/WIR/2004 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 2003. FDI Policies for Development: National and International Perspectives. 303 p. Sales No. E.03.II.D.8.

World Investment Report 2003. FDI Policies for Development: National and International Perspectives. Overview. 42 p. Document symbol: UNCTAD/WIR/2003 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness (New York and Geneva, 2002). 350 p. Sales No. E.02.II.D.4.

World Investment Report 2002: Transnational Corporations and Export Competitiveness. Overview. 66 p. Document symbol: UNCTAD/WIR/2002 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 2001: Promoting Linkages. 354 p. Sales No. E.01.II.D.12.

World Investment Report 2001: Promoting Linkages. Overview. 63 p. Document symbol: UNCTAD/WIR/2001 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development. 337 p. Sales No. E.00.II.D.20.

World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development. Overview. 65 p. Document symbol: UNCTAD/WIR/2000 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development. 541 p. Sales No. E.99.II.D.3.

World Investment Report 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development. Overview. 75 p. Document symbol: UNCTAD/WIR/1999 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 1998: Trends and Determinants. 463 p. Sales No. E.98.II.D.5.

World Investment Report 1998: Trends and Determinants. Overview. 72 p. Document symbol: UNCTAD/WIR/1998 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 1997: Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy. 416 p. Sales No. E.97.II.D.10.

World Investment Report 1997: Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy. Overview. 76 p. Document symbol: UNCTAD/ITE/IIT/5 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 1996: Investment, Trade and International Policy Arrangements. 364 p. Sales No. E.96.11.A.14.

World Investment Report 1996: Investment, Trade and International Policy Arrangements. Overview. 22 p. Document symbol: UNCTAD/DTCI/32 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 1995: Transnational Corporations and Competitiveness. 491 p. Sales No. E.95.II.A.9.

World Investment Report 1995: Transnational Corporations and Competitiveness. Overview. 68 p. Document symbol: UNCTAD/DTCI/26 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 1994: Transnational Corporations, Employment and the Workplace. 482 p. Sales No. E.94.11.A.14.

World Investment Report 1994: Transnational Corporations, Employment and the Workplace. An Executive Summary. 34 p. Document symbol: UNCTAD/DTCI/10 (Overview). Available free of charge.

World Investment Report 1993: Transnational Corporations and Integrated International Production. 290 p. Sales No. E.93.II.A.14.

World Investment Report 1993: Transnational Corporations and Integrated International Production. An Executive Summary. 31 p. Document symbol: ST/CTC/159 (Executive Summary). Available free of charge.

World Investment Report 1992: Transnational Corporations as Engines of Growth. 356 p. Sales No. E.92.II.A.24.

World Investment Report 1992: Transnational Corporations as Engines of Growth: An Executive Summary. 26 p. Document symbol: ST/CTC/143 (Executive Summary). Available free of charge.

World Investment Report 1991: The Triad in Foreign Direct Investment (New York, 1991). 108 p. Sales No. E.91.II.A.12. \$25.

CÓMO ADQUIRIR LAS PUBLICACIONES

Las publicaciones pueden adquirirse en los distribuidores de las publicaciones de las Naciones Unidas de todo el mundo o encargarse por escrito a las siguientes direcciones:

United Nations Publications Sales and Marketing Section, DC2-853 United Nations Secretariat New York, N.Y. 100 17 Estados Unidos Tel.: ++1 212 963 8302 ó 1 800 253 9646 Fax: ++1 212 963 3489 Correo electrónico: publications@un.org	o	United Nations Publications Sales and Marketing Section, Oficina C.113-1 United Nations Office at Geneva Palais des Nations CH-1211 Geneva 10 Suiza Tel.: ++41 22 917 2612 Fax: ++4122 917 0027 Correo electrónico: unpubli@unog.ch
---	---	---

INTERNET: www.un.org/Pubs/sales.htm

Para más información sobre la labor en materia de inversión extranjera directa y empresas transnacionales sírvanse dirigirse a:

División de la Inversión y la Empresa
Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo
Palais des Nations, oficina E-10052
CH-1211 Ginebra 10, Suiza
Tel.: ++41 22 907 4533
Fax: ++41 22 907 0498

INTERNET: www.unctad.org/en/subsites/dite

CUESTIONARIO

Informe sobre las inversiones en el mundo, 2008: Las empresas transnacionales y el desafío de las infraestructuras

Panorama general

Deseamos mejorar la calidad y la pertinencia de la labor que realiza la División de la Inversión y la Empresa de la UNCTAD y, a este efecto, nos gustaría conocer la opinión de los lectores sobre la presente publicación y sobre publicaciones análogas. Por este motivo, quedaremos muy reconocidos a los lectores que llenen este cuestionario y lo remitan a la dirección siguiente:

Encuesta entre los lectores
División de la Inversión y la Empresa de la UNCTAD
Palais des Nations
Oficina E.10054
CH-1211 Ginebra 10
Suiza
Fax: (+41 22) 907 04 98

Este cuestionario también se puede completar en línea en esta dirección electrónica:
www.unctad.org/wir.

1. Nombre y dirección **profesional** del que responde (facultativos):
-

2. Indique qué corresponde mejor a su esfera profesional:

Administración pública	<input type="checkbox"/>	Empresa pública	<input type="checkbox"/>
Empresa/institución privada	<input type="checkbox"/>	Institución universitaria o de investigación	<input type="checkbox"/>
Organización internacional	<input type="checkbox"/>	Medio de comunicación	<input type="checkbox"/>
Organización no lucrativa	<input type="checkbox"/>	Otra esfera (precísese)	<input type="checkbox"/>

3. ¿En qué país trabaja usted?

4. ¿Cómo juzga usted el contenido de la presente publicación?

Excelente	<input type="checkbox"/>	Adecuado	<input type="checkbox"/>
Buena	<input type="checkbox"/>	Mediocre	<input type="checkbox"/>

5. ¿Qué utilidad tiene la presente publicación para su trabajo?

Muy útil De cierta utilidad Sin interés

6. Sírvase indicar los tres aspectos que más le han gustado de la presente publicación y la razón por la que son útiles para su trabajo:

7. Sírvase indicar los tres aspectos que menos le han gustado de la presente publicación:

8. En promedio, ¿qué utilidad tienen estas publicaciones para usted en su trabajo?

Muy útil De cierta utilidad Sin interés

9. ¿Recibe usted con regularidad *Transnational Corporations* (antes *The CTC Reporter*), publicada tres veces al año por la División?

Sí No

Si no la recibe, sírvase indicar a continuación si desea que le enviemos un ejemplar de muestra al nombre y la dirección indicados más arriba, o si desea recibir en su lugar otras publicaciones (véase la lista de publicaciones):

10. ¿Cómo o dónde obtuvo usted esta publicación:

La compré En un seminario o taller
Pedí un ejemplar gratuito Envío por correo directo
De otro modo

11. ¿Desearía usted recibir por correo electrónico información sobre la labor que realiza la UNCTAD en materia de inversión y fomento de la empresa? En caso afirmativo, indique su dirección de correo electrónico:

República de Colombia
Departamento Nacional de Planeación
Unidad de Análisis Macroeconómico

ARCHIVOS DE MACROECONOMÍA

Inversión extranjera y Crecimiento económico

Alejandro GAVIRIA
Javier Alberto GUTIERREZ

Documento 022
17 de Diciembre de 1993

La serie ARCHIVOS DE MACROECONOMIA es un medio de divulgación de la Unidad de Análisis Macroeconómico, no es un órgano oficial del Departamento Nacional de Planeación. Sus documentos son de carácter provisional, de responsabilidad exclusiva de sus autores y sus contenidos no comprometen a la institución.

INVERSION EXTRANJERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO

Alejandro Gaviria
Javier Alberto Gutiérrez*

I. Introducción

El incremento de los flujos de inversión extranjera ha sido una de las características más sobresalientes de la economía mundial en las últimas décadas. Según el Banco Mundial, aquellos aumentaron, en el período 1970-89, un 6% anual en términos reales; sin embargo, dicha cifra esconde grandes disparidades regionales. De hecho, la inversión extranjera creció, en el período mencionado, 12% en Asia, 3% en América Latina y disminuyó considerablemente en Africa. A finales de la década pasada, el Banco Mundial estimaba la magnitud de los flujos de inversión extranjera directa en unos 22 mil millones de dólares por año, el 75% de los cuales estaba concentrado en sólo 15 países. En Colombia, por su parte, la inversión extranjera superará los mil millones de dólares en 1993, cifra que corresponde, aproximadamente, a un 1.8% del PIB.

Generalmente se acepta que la inversión extranjera es una fuente de capital de relativa importancia pues, además de complementar la inversión nacional, genera empleo y transmite conocimientos. Sin embargo, hoy día no existe un consenso absoluto acerca de si los mayores flujos de inversión extranjera directa pueden imprimirle una nueva dinámica al crecimiento económico. Este interrogante, como muchos otros en economía, no puede responderse mediante consideraciones meramente teóricas y requiere, por el contrario, un examen cuidadoso de la evidencia empírica disponible. Es este, precisamente, el objetivo del presente trabajo.

Lo que resta del trabajo está organizado así. En la sección II

* Jefe y técnico de la División de Análisis de Economía Internacional de la Unidad de Análisis Macroeconómico del DNP. Se agradecen los comentarios y ayudas de Armando Montenegro, Carlos Esteban Posada, Manuel Ramírez, Edgar Trujillo y demás asistentes a una presentación interna del DNP.

se describen las posibles conexiones entre inversión extranjera y crecimiento. En la secciones III y IV se evalúa empíricamente la existencia de una correlación positiva entre dichas variables y en la sección V se presentan algunas conclusiones y las recomendaciones de política económica que se derivan de ellas.

II. Inversión extranjera y crecimiento: posibles conexiones.

Unos mayores flujos de inversión extranjera directa pueden contribuir a una aceleración del crecimiento económico en los países en desarrollo por medio de tres mecanismos: (i) simples aumentos en el acervo de capital y, por ende, en la capacidad productiva de la economía; (ii) mayores entradas de divisas que contribuyen a aliviar los desequilibrios externos y, por tanto, a atenuar los efectos nocivos de aquellos sobre el crecimiento; y (iii) transferencias de técnicas de producción, mercadeo y administración que, de alguna manera, logran permear el sistema económico y contribuyen, por tanto, a aumentar la productividad general de la economía. Claramente, estos mecanismos pueden ser complementarios y, más aun, indistinguibles en la práctica.

El primero de los mecanismos señalado arriba es evidente. La inversión extranjera, al igual que la doméstica, incrementa el acervo de capital de la economía y contribuye, por tanto, a expandir su capacidad productiva. Sin embargo, si se tiene en cuenta que los flujos de inversión extranjera directa apenas superan el 1% del PIB¹ en unos pocos países, es obvio que su contribución al crecimiento a través de incrementos en el acervo de capital resulta, en la mayoría de los casos, despreciable.

El segundo mecanismo mencionado fue profusamente estudiado en las décadas de los sesenta y setenta. La inversión extranjera era

¹ La flujos promedios de inversión extranjera directa como porcentaje del PIB para el período 1983-90 fueron, para algunos países latinoamericanos, los siguientes: Argentina 1%, Chile 0.8%, Colombia 1.4%, Ecuador 0.6%, México 1.1%, Panamá 0.2% y Venezuela 0.2%.

vista, en aquellos años, como una de las pocas fuentes seguras de divisas y, por tanto, como una solución al llamado entonces estrangulamiento externo. Al respecto deben hacerse, sin embargo, dos aclaraciones. En primer lugar, en la coyuntura actual, dada la mayor inserción de los mercados de capitales de las economías en desarrollo en los mercados internacionales, la carencia de divisas ha dejado de ser uno de los limitantes del desarrollo. En segundo lugar, el efecto neto de la inversión extranjera sobre la balanza de pagos es ambiguo por decir lo menos. De hecho, si se tienen en cuenta, de un lado, las importaciones de las firmas extranjeras y sus remesas de utilidades y, de otro, sus exportaciones, el aporte neto de divisas de la inversión externa puede resultar despreciable e incluso negativo (véanse, por ejemplo, los estudios de Matter, 1973 y Echavarría y Esguerra, 1990 para el caso colombiano).

El tercer mecanismo ha adquirido una mayor preeminencia en la literatura reciente. Romer (1993), por ejemplo, afirma tajantemente que "para las naciones pobres, las actividades productivas desarrolladas en su interior por firmas multinacionales constituyen la forma más rápida y confiable de superar los rezagos de conocimientos que les mantienen en dicho estado". Estos conocimientos se difunden, tarde que temprano, a lo largo y ancho de las economías en desarrollo y logran incrementar la eficiencia del sistema económico como un todo. Así, lo hasta aquí comentado da pie para afirmar que la posible conexión entre inversión extranjera y crecimiento tendría su origen, casi que exclusivamente, en la transferencia de ideas (tecnológicas, administrativas y mercantiles) de los productores extranjeros a los nacionales.

La discusión de los párrafos anteriores permite entonces delinear la hipótesis fundamental de este trabajo: las transferencias de conocimientos inherentes a los procesos de inversión extranjera propician una conexión positiva entre éstos y el crecimiento económico. De la hipótesis anterior se desprende, a su vez, un importante corolario: la existencia, ceteris paribus, de

una correlación positiva entre los flujos de inversión extranjera directa y el crecimiento del PIB per capita.

En las siguientes secciones se realiza una evaluación empírica de la hipótesis enunciada atrás. La evaluación se realiza en dos etapas. Primero, se presentan evidencias microeconómicas extraídas de la literatura que permiten corroborar, al menos parcialmente, la importancia de la transferencia de conocimientos propiciada por los flujos de inversión extranjera. Posteriormente, se examina, para una muestra de diez países latinoamericanos, la existencia de una relación positiva entre los flujos de inversión extranjera y el crecimiento económico.

III. Evidencia microeconómica

Los estudios de caso y demás evidencias puntuales constituyen una ayuda irremplazable a la hora de estudiar la forma precisa como la inversión extranjera puede llegar a afectar la dinámica de una economía. En esta sección se presentan algunas evidencias microeconómicas extraídas de la literatura que, sin duda, brindarán algunas luces sobre la naturaleza de la interacción entre los flujos de inversión extranjera directa y el crecimiento económico.

Un primer ejemplo de evidencia microeconómica en el sentido señalado arriba es presentado por Romer (1993). Este autor ilustra la manera en la cual la industria de bicicletas en China y la industria automotriz en Estados Unidos se han beneficiado grandemente de las transferencias tecnológicas que han recibido de diversas compañías extranjeras. Romer cita un estudio reciente del Banco Mundial en el cual se muestra que los fabricantes chinos de bicicletas se transformaron rápidamente después de asociarse con algunas firmas norteamericanas y taiwanesas y están hoy en día a punto de convertir dicho país en el primer exportador mundial de aquel producto. Asimismo, Romer trae a cuento los resultados del MIT International Motor Vehicle Program. Allí se describe el papel fundamental que han jugado las firmas multinacionales en la

difusión de las técnicas de producción de vehículos entre los distintos países. Dicho estudio ilustra como las inversiones directas de la Ford y la General Motors en Europa permitieron que los fabricantes europeos aprendieran las técnicas de producción en masa y como, más recientemente, las inversiones japonesas en Estados Unidos contribuyeron también a que a los productores de vehículos de este país se familiarizaran con nuevas formas de producción que habían sido desarrolladas años atrás en el Japón.

De otro lado, el Banco Mundial, en su Informe sobre el Desarrollo de 1991, señala que la inversión extranjera ha producido efectos secundarios positivos sobre las firmas domésticas al eliminar el costo de obtener información para ingresar a los mercados mundiales en países tan diversos como Bali, Indonesia, Taiwan y China. Romer (1993) presenta una evidencia semejante para la Isla de Mauricio. En este país los confeccionistas locales aprendieron de las firmas extranjeras como ingresar a los mercados de exportación y hoy en día, además de generar más de dos tercios de los nuevos empleos en el período 1970-90, constituyen el principal renglón económico de ese país.

En un nivel un poco más agregado, Caves (1974) y Globerman (1979) han mostrado que en Australia y Canadá las firmas domésticas son más eficientes en aquellos sectores donde se ubican las multinacionales. Estos autores señalan que tanto las nuevas tecnologías como los sistemas de administración logran permearse intra-sectorialmente y, por tanto, contribuyen a mejorar la eficiencia del sector receptor de inversión extranjera tomado como un todo. Asimismo, Blomström y Persson (1983), al estudiar los determinantes de la productividad en varios sectores industriales de México, encontraron una correlación positiva entre el valor agregado por trabajador en las firmas domésticas de un determinado sector y el porcentaje de trabajadores empleados por firmas extranjeras dentro del total de trabajadores del sector. Echavarría

y Esguerra (1990), utilizando una metodología semejante, llegaron a una conclusión similar para el caso colombiano.

Claramente, los ejemplos presentados en los párrafos anteriores permiten comprender la interrelación entre los flujos de inversión extranjera directa y el crecimiento del PIB per capita. Así, la conexión entre inversión extranjera y crecimiento puede explicarse invocando los efectos indirectos que ésta genera sobre las compañías domésticas. Tal como se había afirmado en una sección anterior, los conocimientos tecnológicos, administrativos y de mercadeo que poseen las firmas extranjeras se propagan hacia las empresas domésticas propiciando, de esta manera, un incremento en la productividad general. En resumen, son las economías externas de la inversión extranjera, relacionadas básicamente con la transferencia de conocimientos, las que explican el apreciable impacto de aquella sobre el crecimiento económico.

IV. Flujos de inversión extranjera y crecimiento económico en diez países latinoamericanos

La evidencia microeconómica, y en general aquella de carácter cualitativo, tiene una ventaja obvia: permite determinar con precisión los mecanismos de acción y las cadenas causales. Sin embargo, este tipo de evidencia deja algunos cabos sueltos. En efecto, siempre será posible afirmar que las experiencias presentadas no son más que hechos aislados y que, por tanto, cualquier generalización que se intente a partir de ellas será arbitraria. Por ello, la evidencia microeconómica debe estar acompañada de algún tipo de análisis que haga uso de cifras agregadas y que permita determinar si lo observado en particular particular tiene su reflejo general.

En los últimos años la teoría del crecimiento económico parece haberse despertado de un largo letargo. El supuesto según el cual el cambio técnico es básicamente exógeno y, por tanto, inescrutable ha comenzado a desaparecer de los libros de texto. En su reemplazo

han surgido los postulados de los nuevos teóricos del crecimiento endógeno que asocian el cambio tecnológico a la presencia de no convexidades en la función de producción agregada o, lo que es lo mismo, a la existencia de rendimientos crecientes de la misma con respecto al capital físico y humano.

En forma paralela al resurgimiento del interés teórico por el estudio del crecimiento económico, se ha gestado una rápida acumulación de trabajos empíricos que buscan evaluar la verosimilitud de las nuevas teorías. Estos trabajos hacen uso, básicamente, de regresiones de corte transversal entre países. Los resultados de los diversos estudios empíricos confirman en buena medida la conexión entre el crecimiento económico y la presencia de no convexidades; sin embargo, éstos adolecen de dos problemas no despreciables: la alta dependencia de los mismos a la presencia de unas pocas observaciones y la incertidumbre sobre la endogenidad de las variables independientes.

En esta sección se evalúa la conexión entre los flujos de inversión extranjera directa y el crecimiento económico en América Latina por medio de un ejercicio econométrico que combina datos de series de tiempo y corte transversal. Los países incluidos en la muestra fueron: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, México, Panamá, Perú, Uruguay y Venezuela. El período analizado fue el comprendido entre los años 1965 y 1990, el cual se dividió, a su vez, en los siguientes subperíodos: 1965-70, 1971-76, 1977-82 y 1983-90². Se supuso que al trabajar con períodos de 6 o más años sólo se están captando las interrelaciones de largo plazo entre las

² Las fuentes de información fueron las estadísticas financieras y de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional. El criterio de escogencia de los países obedeció, simplemente, a la disponibilidad de información.

variables, esto es, se están eliminando las conexiones relacionadas con el ciclo económico³.

La estimación econométrica se realizó utilizando el llamado método de los 'efectos aleatorios'⁴. En este método se estima una ecuación como la siguiente:

$$Y_{it} = b_i + X'_{it}\beta + \epsilon_{it} \quad (1)$$

donde el subíndice i denota al país y el subíndice t al subperíodo de tiempo. Y , el vector de la variable dependiente, corresponde al crecimiento del PIB per capita para cada país en cada subperíodo. X es un vector de variables explicativas y β un vector de parámetros. La clave del método está en el tratamiento que se le da al parámetro específico para cada país (b_i). Como su nombre lo indica, el método de estimación aquí utilizado considera a b_i como una variable aleatoria adicional que puede entonces incluirse dentro del término aleatorio de la ecuación. Así, la ecuación (1) puede reescribirse de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} Y_{it} &= X'_{it}\beta + \mu_{it} \\ \mu_{it} &= b_i + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Claramente, la matriz de varianza-covarianza de μ no es diagonal y, por tanto, la estimación de la ecuación (2) debe realizarse por mínimos cuadrados generalizados.

La utilización del método de los 'efectos aleatorios' está perfectamente justificada si se tiene en cuenta que éste permite, a diferencia de otros, la inclusión de variables que son constantes

³ Aquí vale una aclaración. La utilización de series de tiempo para examinar cuestiones de crecimiento puede llevar a conclusiones erróneas, pues en este tipo de análisis resulta difícil discernir hasta que punto ciertos resultados obedecen al ciclo económico o responden a regularidades de largo plazo.

⁴ Para una explicación detallada del método véase, por ejemplo, Judge et al. (1979), capítulo 15, pag. 488.

a través del tiempo, esto es, que varían de país a país pero no de período a período. Este tipo de variables es bastante frecuente en la especificación de ecuaciones de crecimiento. Así, por ejemplo, el PIB per capita inicial, que se incluye usualmente para evaluar la hipótesis de convergencia⁵, varía para cada país pero es constante intertemporalmente.

En el cuadro 1 se muestran los resultados de las estimaciones de varias ecuaciones de crecimiento que incluyen como variable explicativa los flujos promedios de inversión extranjera directa bruta como porcentaje del PIB (IED). La columna (1) muestra que cuando se trabaja con la inversión extranjera como única variable independiente la misma resulta significativa, pero el R^2 es aún bastante bajo. Para evitar el llamado sesgo de variables excluidas, se incluyeron algunas variables adicionales. Los resultados más robustos (los menos sensibles a cambios de especificación) se obtuvieron para el PIB per capita del año 1960 (PIBP60) y para la inversión nacional como porcentaje del PIB (INV). No se presentan resultados para otras variables pues los mismos resultaron no significativos o poco robustos en el sentido definido arriba⁶.

Los resultados del cuadro 1 permiten extraer algunas conclusiones. En primer lugar, los datos analizados parecen respaldar la existencia de una relación positiva entre el crecimiento del PIB per capita y los flujos de inversión extranjera directa. Al respecto es preciso señalar que dicha variable resultó significativa para todas las estimaciones realizadas, incluso para aquellas que no se muestran en el cuadro 1. Asimismo, se obtuvieron coeficientes significativos y con signo correcto para el PIB

⁵ La hipótesis de convergencia es una de las predicciones fundamentales del modelo de crecimiento neoclásico y establece que, en su trayectoria hacia el estado estacionario, aquellos países con un menor PIB per capita inicial crecerán más rápido.

⁶ Se ensayaron las siguientes variables: coberturas de educación primaria y secundaria como indicadores de capital humano, exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB y términos de intercambio.

inicial (PIBP60) y para la inversión nacional (INV). Estos resultados señalan, entre otras cosas, que existe alguna evidencia en favor de la hipótesis de convergencia en los procesos de crecimiento para los diez países analizados y que la inversión doméstica y la extranjera parecen ser complementarias⁷.

Cuadro 1. Ecuaciones de crecimiento

Variable dependiente: Crecimiento del PIB per capita				
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.0030 (1.92)	0.0136 (1.92)	-0.0292 (-2.07)	-0.0143 (-1.15)
IED	1.2496 (3.27)	1.0096 (2.75)	1.5693 (3.97)	1.4557 (3.84)
PIBP60		-0.0038 (-1.75)		-0.0039 (-2.26)
INV			0.1498 (2.39)	0.1339 (2.62)
R ²	0.24	0.32	0.34	0.47
Estad.-F	10.74	7.71	8.64	9.47

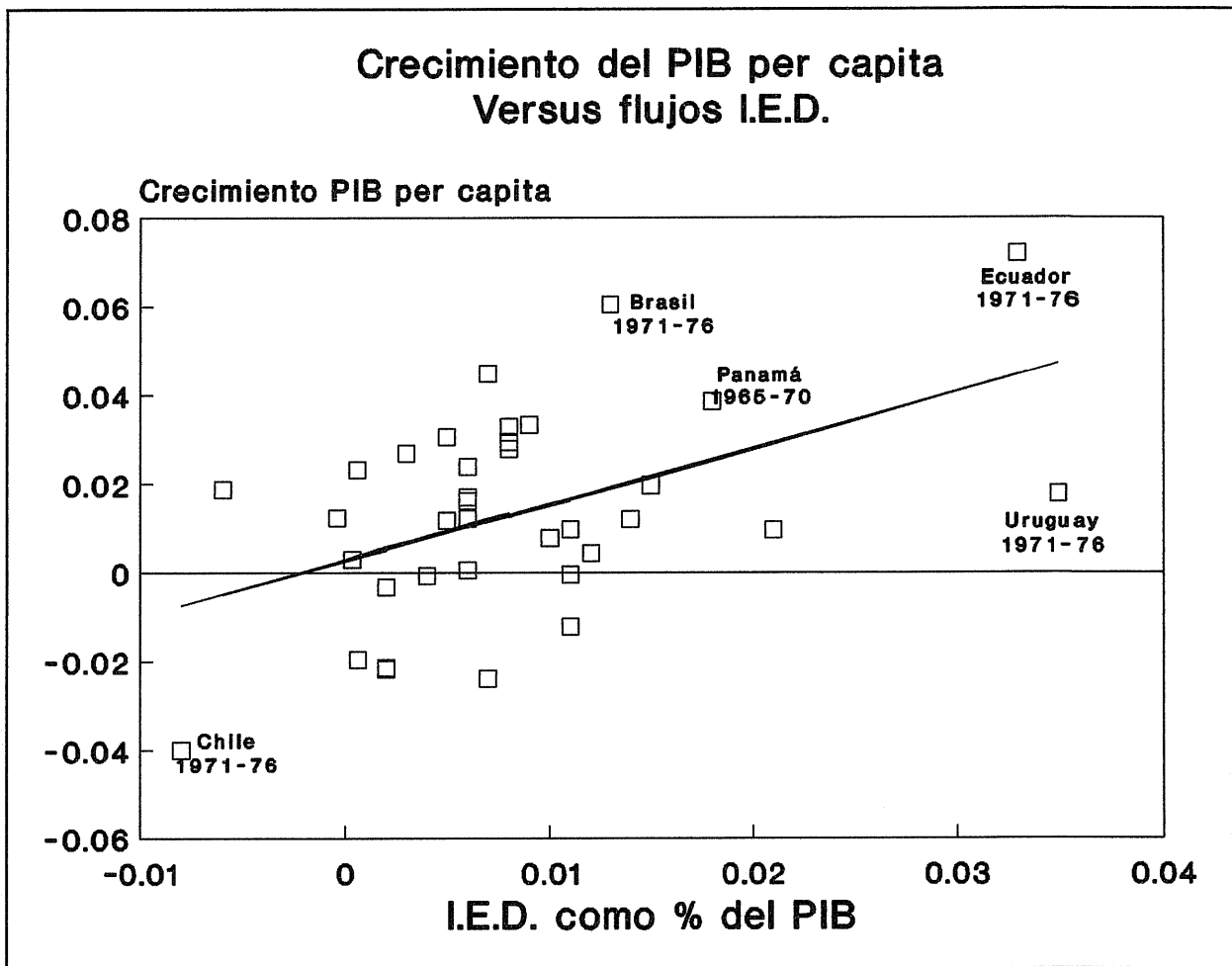
Estadísticos t entre paréntesis. Todas las regresiones fueron estimadas por el método de los 'efectos aleatorios'.

⁷ Uno de los pocos consensos que ha arrojado la reciente explosión de literatura empírica sobre crecimiento económico es la correlación entre éste y la inversión como porcentaje del PIB (véase Levine y Renelt, 1992). La explicación de este resultado invoca, simplemente, la existencia de rendimientos crecientes del capital físico a nivel agregado.

La conexión entre inversión extranjera directa y crecimiento parece indiscutible a la luz del cuadro 1. Sin embargo, cabe preguntarse hasta que punto este resultado está motivado por unas pocas observaciones. El gráfico 1 contribuye a responder, al menos parcialmente, este interrogante. Allí se observa que la asociación directa entre el crecimiento del PIB per capita y los flujos de inversión extranjera, medidos como porcentaje del PIB, parece cumplirse no solo para dos o tres observaciones extremas sino en general. Lo anterior se confirma si se analiza formalmente la influencia de cada observación sobre los coeficientes. En efecto, un análisis en este sentido mostró que aun si se excluyen las 5 observaciones más "influyentes" de la regresión (4) del cuadro 1 (ilustradas en el gráfico 1), el coeficiente de la inversión extranjera continua siendo positivo y significativo.

Otro posible cuestionamiento a los resultados del cuadro 1 hace referencia a la posibilidad de problemas de endogenidad en la variable de inversión extranjera. De hecho, aquellos resultados nada dicen sobre el sentido de la causalidad entre la inversión extranjera y el crecimiento económico. Así, bien puede ocurrir que la mayor inversión externa impulse el crecimiento o que un mayor crecimiento suscite unos mayores flujos de inversión. Buscando obviar este problema se corrió la regresión (1) del cuadro 1 utilizando variables instrumentales. Se trabajó, entre otros, con los siguientes instrumentos: importaciones como porcentaje del PIB, exportaciones como porcentaje del PIB, nivel de cobertura de la educación secundaria y primaria, etc. Los resultados del cuadro 1 no se modificaron significativamente con esta nueva corrida, lo que, sin duda, parece sugerir que no existen serios problemas de endogenidad en la inversión extranjera.

Gráfico 1



De otro lado, debe señalarse que la magnitud estimada del efecto de la inversión extranjera sobre el crecimiento no es, bajo ningún punto de vista, despreciable. Los datos del cuadro 1 muestran que si los flujos de inversión extranjera promedios para un período de 6 o más años aumentan en una magnitud cercana a un punto del PIB, el PIB per capita crecerá a una tasa superior en algo más de un 1% a la que prevalecería en la situación contraria. Sin embargo, la inversión extranjera no aparece como uno de los

determinantes básicos del crecimiento en la muestra analizada. Ello por una razón muy sencilla: los flujos promedios de inversión extranjera a la región en el período estudiado fueron bastante exiguos (0.81% del PIB en promedio).

La existencia de una relación directa entre el crecimiento económico y los flujos de inversión extranjera no es un resultado extraño en la literatura. De Gregorio (1992), al estudiar los determinantes del crecimiento para 12 países latinoamericanos en el período 1950-85, encontró que existe una conexión robusta entre las mencionadas variables. Adicionalmente, los resultados de De Gregorio muestran que, en promedio, la inversión extranjera es entre tres y seis veces más eficiente que la inversión total. Blomström, Lypsey y Zejan (1992) encontraron también evidencia de una relación positiva y significativa entre el crecimiento y la inversión extranjera directa, y pudieron comprobar, además, que la dirección de la causalidad va de la inversión al crecimiento y no en sentido inverso. Romer (1993), por su parte, encontró indicios de la existencia de una correlación positiva entre la inversión extranjera y la inversión total y entre aquella y la participación del comercio internacional en el PIB.

V. Conclusiones

La conclusión principal de este trabajo señala, simplemente, que la evidencia disponible para diez países latinoamericanos en el período 1965-90 parece corroborar la existencia de una correlación positiva entre los flujos de inversión extranjera directa y el crecimiento del PIB per capita. Adicionalmente, se sostiene, y se ilustra a partir de algunos ejemplos, que aquella correlación tiene su origen en el aumento de la productividad que ocurre gracias a las transferencias de conocimientos realizadas por las firmas extranjeras.

Ahora bien, lo comentado en el párrafo anterior debe matizarse un poco. Claramente, la inversión extranjera no eleva, per se, el

crecimiento económico. Para ello es necesario que el país receptor posea la capacidad para absorber la información que le está siendo transferida. Esta capacidad es una característica propia de cada sociedad y depende, básicamente, de su acervo de capital humano. Debe quedar claro entonces que los conocimientos no se transmiten en todas las direcciones tal como ocurre con las ondas hertzianas. La metáfora correcta es otra: el conocimiento se asemeja, más bien, a un virus en el sentido de que el mismo sólo se reproduce cuando encuentra las condiciones propicias.

Las recomendaciones de política económica que se desprenden de este trabajo son obvias. En general, se debe tratar de atraer la inversión extranjera y, al mismo tiempo, se deben crear las condiciones que permitan magnificar su efecto. En este sentido, no está de más recordar que según el Banco Mundial la inversión extranjera tiende a localizarse preferencialmente en aquellos países donde, además de la estabilidad macroeconómica, existe un marco regulador no discriminatorio y una infraestructura física adecuada.

Referencias

Blomström, M. y H. Persson, **"Foreign Investment and Spillover Efficiency in an Underdeveloped Economy: Evidence from the Mexican Manufacturing Industry"**, World Development, Vol.11, No. 6, 1983.

Blomström, M., Lipsey y Zejan (1992) citado en Romer, P.M., **"Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development"**, How Do National Policies Affect Long-Run Growth?, World Bank Conference, Febrero, 1993.

Caves, R.E., **"Multinational Firms, Competition, and Productivity in Host-Country Markets"**, Economica, Vol. 41, 1974.

Echavarría, J.J. y P. Esguerra, **"Empresas transnacionales y reestructuración en Colombia"**, Fedesarrollo, Mimeo, 1990.

- De Gregorio, J., "Economic Growth in Latin America", Journal of Development Economics, Vol. 39, 1992.
- Globerman, S., "Foreign Direct Investment and "Spillover" Efficiency Benefits in Canadian Manufacturing Industries", Canadian Journal of Economics, Vol.12, No. 1, 1979.
- Judge, G.G., R. Carter Hill, W. Griffiths, H. Lütkepohl y T. Lee, "Introduction to the Theory and Practice of Econometrics", Wiley, Nueva York, 1979.
- Levine, R. y D. Renelt, "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", American Economic Review, Vol. 82, No. 4, 1992.
- Matter, K., "Inversiones extranjeras en la economía colombiana", Ediciones Hombre Nuevo, Medellín, 1973.
- Romer, P.M., "Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development", How Do National Policies Affect Long-Run Growth?, World Bank Conference, Febrero, 1993.
- World Bank, "World Development Report 1991: the Challenge of Development", Oxford University Press, 1991.

ARCHIVOS DE MACROECONOMÍA

No	Título	Autores	Fecha
1	La coyuntura económica en Colombia y Venezuela	Andrés LANGEBAEK Patricia DELGADO Fernando MESA PARRA	Octubre 1992
2	La tasa de cambio y el comercio colombo-venezolano	Fernando MESA PARRA Andrés LANGEBAEK	Noviembre 1992
3	¿Las mayores exportaciones colombianas de café redujeron el precio externo?	Carlos Esteban POSADA Andrés LANGEBAEK	Noviembre 1992
4	El déficit público: una perspectiva macroeconómica.	Jorge Enrique RESTREPO Juan Pablo ZÁRATE Carlos Esteban POSADA	Noviembre 1992
5	El costo de uso del capital en Colombia.	Mauricio OLIVERA	Diciembre 1992
6	Colombia y los flujos de capital privado a América Latina	Andrés LANGEBAEK	Febrero 1993
7	Infraestructura física. "Clubs de convergencia" y crecimiento económico.	José Dario URIBE	Febrero 1993
8	El costo de uso del capital: una nueva estimación (Revisión)	Mauricio OLIVERA	Marzo 1993
9	Dos modelos de transporte de carga por carretera.	Carlos Esteban POSADA Edgar TRUJILLO CIRO Alvaro CONCHA Juan Carlos ELORZA	Marzo 1993
10	La determinación del precio interno del café en un modelo de optimización intertemporal.	Carlos Felipe JARAMILLO Carlos Esteban POSADA Edgar TRUJILLO CIRO	Abril 1993
11	El encaje óptimo	Edgar TRUJILLO CIRO Carlos Esteban POSADA	Mayo 1993
12	Crecimiento económico, "Capital humano" y educación: la teoría y el caso colombiano posterior a 1945	Carlos Esteban POSADA	Junio 1993
13	Estimación del PIB trimestral según los componentes del gasto.	Rafael CUBILLOS Fanny Mercedes VALDERRAMA	Junio 1993
14	Diferencial de tasas de interés y flujos de capital en Colombia (1980-1993)	Andrés LANGEBAEK	Agosto 1993
15	Empleo y capital en Colombia: nuevas estimaciones (1950-1992)	Adriana BARRIOS Marta Luz HENAO Carlos Esteban POSADA Fanny Mercedes VALDERRAMA Diego Mauricio VÁSQUEZ	Septiembre 1993
16	Productividad, crecimiento y ciclos en la economía colombiana (1967-1992)	Carlos Esteban POSADA	Septiembre 1993
17	Crecimiento económico y apertura en Chile y México y perspectivas para Colombia.	Fernando MESA PARRA	Septiembre 1993
18	El papel del capital público en la producción, inversión y el crecimiento económico en Colombia.	Fabio SÁNCHEZ TORRES	Octubre 1993
19	Tasa de cambio real y tasa de cambio de equilibrio.	Andrés LANGEBAEK	Octubre 1993
20	La evolución económica reciente: dos interpretaciones alternativas.	Carlos Esteban POSADA	Noviembre 1993
21	El papel de gasto público y su financiación en la coyuntura actual: algunas implicaciones complementarias.	Alvaro ZARTA AVILA	Diciembre 1993
22	Inversión extranjera y crecimiento económico.	Alejandro GAVIRIA	Diciembre 1993

ARCHIVOS DE MACROECONOMÍA

No

Título

Autores

Fecha

Javier Alberto GUTIÉRREZ

INVERSIÓN EXTRANJERA EN COLOMBIA

Noviembre 2008

- La cifra de inversión a **noviembre de 2008** fuente Banco de la República, corresponde a la **Balanza Cambiaria** que mide exclusivamente los flujos de divisas provenientes del exterior.
- Las cifras a **septiembre de 2008** que muestran el detalle por sector de destino y país de origen, son fuente Banco de la República **Balanza de Pagos**, la cual incluye los flujos de divisas, reinversión de utilidades y los aportes de capital diferentes a divisas.

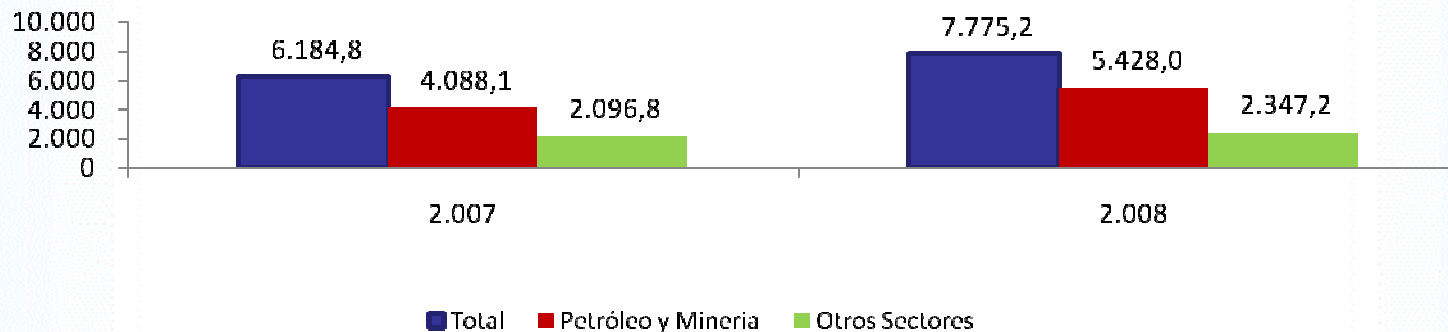


Libertad y Orden

**Ministerio de Comercio,
Industria y Turismo**
República de Colombia

Inversión Extranjera Directa (balanza cambiaria doméstica)*

IED en Colombia (enero-noviembre) US\$ millones



Entre enero y noviembre de 2008 la IED (medida por balanza cambiaria doméstica) creció 26% frente al mismo periodo de 2007, pasando de US\$6.184,8 millones a US\$7.775,2 millones.

La inversión de petróleo y minería presentó un incremento de 33% al pasar de US\$4.088,1 millones a US\$5.428 millones.

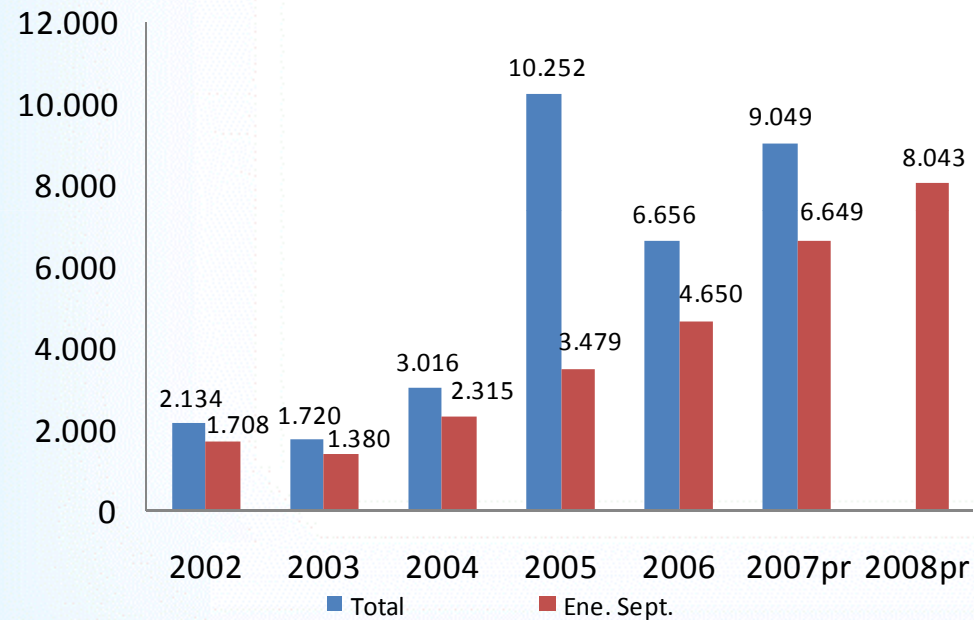
La inversión en otros sectores aumentó en 12% pasando de US\$2.096,8 millones entre enero y noviembre de 2007 a US\$2.347,2 millones en el mismo periodo de 2008.



* Fuente: Banco de la República. La balanza cambiaria mide exclusivamente los flujos de divisas provenientes del exterior, a diferencia de la balanza de pagos no contempla otras formas de IED como la reinversión de utilidades y los aportes de capital diferentes a divisas, motivo por el cual está sujeto a modificaciones periódicas.

Flujos Totales de Inversión (balanza de pagos)

Flujos de IED en Colombia (2002- IIIT 2008) US\$ millones



Según las cifras suministradas por el departamento técnico del Banco de la República, la inversión extranjera directa (IED) en Colombia alcanzó entre enero y septiembre de 2008 una cifra de US\$ 8.043 millones, lo que representa un incremento de 21% frente a la cifra registrada en el mismo periodo de 2007 (US\$6.649 millones).

Cabe destacar que en su último reporte el Emisor ajustó la inversión extranjera consolidada de 2007 al pasarla de US\$9.040 millones a US\$9.049 millones.



Libertad y Orden
Ministerio de Comercio,
Industria y Turismo
República de Colombia



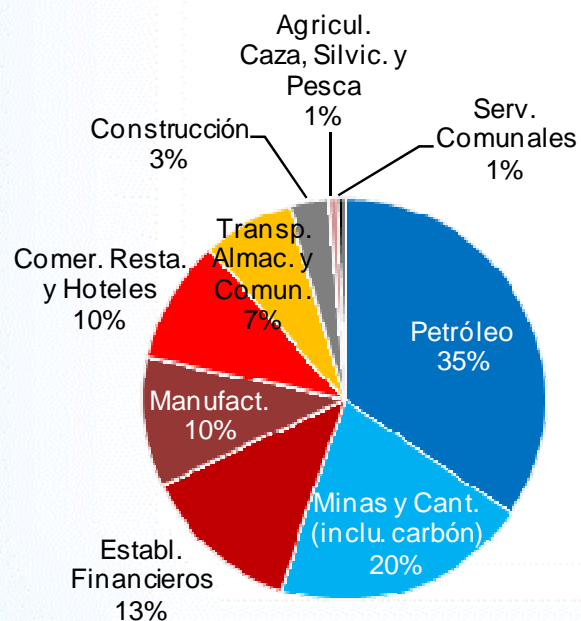
PROEXPORT
COLOMBIA
Abriendo Puertas, Cerrando Negocios

Datos provisionales 2005 - 2006; preliminares 2007-2008.
Fuente: Balanza de Pagos, Banco de la República



Distribución y desempeño por sectores

Flujo IED principales sectores % Participación (Ene. - Sept. 2008)



III Trimestre: US\$ 8.043 MILLONES



*Participación sobre el total de los sectores con inversión neta positiva.
Fuente: Balanza de pagos, Banco de la República. Cálculos Proexport

De la inversión extranjera directa recibida por el país entre enero y septiembre de 2008, US\$1.657 millones se concentraron en el **sector Minas y Canteras**, lo que equivale al 20% del total de inversiones netas positivas. En este periodo, el sector presentó un incremento muy significativo respecto a enero septiembre de 2007, cuando la inversión neta registró inversiones cercanas a US\$448 millones.

Establecimientos Financieros se consolidó como el tercer sector de mayor importancia al participar en 13% del total durante el año al recibir US\$1.039 millones, mostrando un crecimiento del 15% respecto a 2007, periodo en el cual se registraron US\$902 millones.

Actividades Manufactureras participó con 10% del total de la IED del tercer trimestre de 2008 al recibir US\$835 millones, seguido por **Comercio, Restaurantes y Hoteles** que registró inversiones por US\$801 millones (10%) y presentó un incremento de 28% frente a los US\$626 millones que ingresaron en el mismo periodo de 2007.

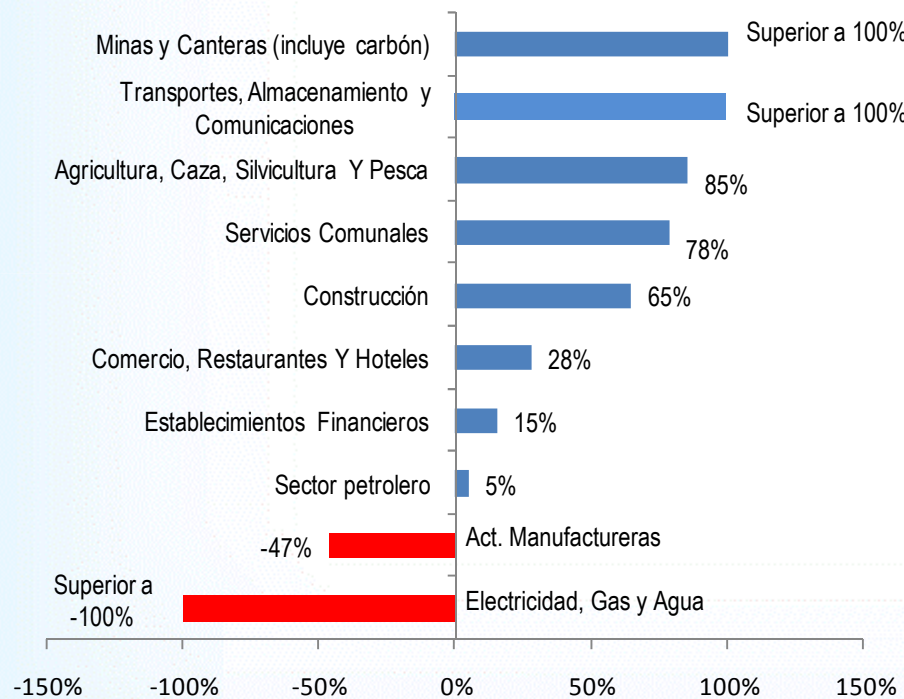
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones, significó el 7% del total de las inversiones por un valor de US\$584 millones.

Petróleo con una participación de 35%, tuvo un crecimiento del 5% con respecto al tercer trimestre de 2007, al pasar de US\$2.655 millones a US\$2.785 millones.

Distribución y desempeño por sectores

Dinámica Sectorial de la IED

% crecimiento o decrecimiento (ene-sept. 2007 – ene-sept. 2008)



El sector **Minas y Canteras (incluyendo carbón)** presentó el comportamiento más dinámico del periodo al pasar de registrar inversiones cercanas a los US\$448 millones entre enero y septiembre de 2007, a recibir inversiones por US\$1.657 en el mismo periodo de 2008.

Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones pasó de recibir US\$250 millones entre enero y septiembre de 2007, a registrar inversiones por un valor de US\$584 millones en 2008. Este comportamiento se reflejó en un aumento de 134% entre ambos periodos.

Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca, tuvo un incremento del 85% entre enero y septiembre de 2007 y el mismo periodo del 2008, pasando de US\$30 millones a US\$55 millones.

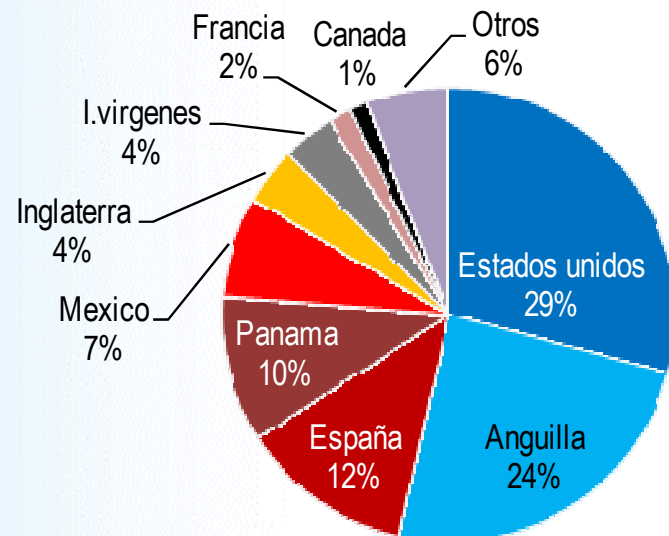
Sector Manufacturas presentó una dinámica negativa al mostrar un decrecimiento de 47% al pasar de invertir US\$1.564 millones entre enero y septiembre de 2007 a US\$835 millones en el mismo periodo de 2008.



Fuente: Balanza de pagos, Banco de la República

Flujos de IED según país

Flujo IED por Países (A Septiembre 2008) % Participación*



Estados Unidos con US\$1.166,3 millones fue la principal fuente de inversión extranjera entre enero y septiembre de 2008, participando en 29% del subtotal sin reinversión de utilidades ni sector petrolero.

Anguilla figura como el segundo país emisor de capital extranjero en Colombia con 24% de la inversión analizada, al alcanzar un monto de US\$978,7 millones en 2008.

España participó en 12% del total de la inversión extranjera captada por el país, al registrar US\$495,9 millones en el periodo, 78% más que el año anterior cuando realizaron inversiones por US\$278,3 millones.

Dentro De los países de América, se destacan **Panamá** con un total de US\$416,7 millones y **México** con un total de US\$287,7 millones.

TOTAL: US\$ 4.007,3 MILLONES*



Fuente: Balanza de pagos, Banco de la República

* Participación dentro del subtotal, sin reinversión de utilidades ni inversión en el sector petrolero (cuentas excluidas del total de la inversión por país y discriminadas en rubros independientes)

Principales casos de inversión por sector 2008

Sector	Caso	Monto (US\$ millones)
Explotación de Minas y Canteras	La multinacional Norteamericana Drummond dedicada principalmente a la explotación y comercialización del carbón, recibió la licencia ambiental y de explotación con lo cual se dio la aprobación al proyecto de explotación de la mina de carbón El Descanso Norte en Colombia.	1.500
	La empresa española Cepsa, especializada en el desarrollo de actividades integradas y relacionadas con el petróleo y la petroquímica, compró el bloque petrolero Caracara ubicado en los llanos Colombianos con el objetivo de incrementar el nivel actual de reservas y de producción.	920
	La empresa canadiense Pacific Rubiales Energy dedicada a la exploración y explotación de petróleo adquirió la empresa colombiana Kappa Energy Holdings Ltda. la cual posee la licencia de 3.023 kilómetros cuadrados para la exploración y producción de crudo y gas en el país	168
Manufacturas	La multinacional industrial de bebidas sudafricana SabMiller, invirtió en Colombia para aumentar la capacidad instalada de las cervecerías en Bogotá, este proyecto permitirá contar con una capacidad adicional de 3,5 millones de hectolitros.	200
Subtotal		2.788

Principales casos de inversión por sector 2008

Sector	Caso	Monto (US\$ millones)
Manufacturas	La multinacional estadounidense de electrodomésticos Whirlpool, abrió en Bogotá el primer Centro Gourmet KitchenAid.	200
	La acería brasileña Gerdau firmó un acuerdo para comprar la participación del 50,9 por ciento de la Compañía Colombiana de coque Cleary Holdings Corp.	59
	El fabricante japonés de automóviles Toyota Motor construyó una planta en Colombia para producir camiones y atender el mercado de la región. La escogencia del mercado colombiano se debe a la comercialización y exportación de camiones y la importancia que tiene el transporte de carga para la economía nacional.	19,7
	La compañía mexicana, Mexichem, dedicada a la fabricación de sustancias y productos químicos, adquirió a la empresa colombiana Colpozos, destinada al mercado de riego y perforaciones, para fortalecer a su subsidiaria Mexichem Soluciones Agrícolas.	-
Prendas de vestir	La multinacional textil mexicana Kaltex adquirió la mayoría accionaria de la empresa colombiana Colteger	96,23
	La compañía Hering Store, de origen brasilero, dedicada a la fabricación y comercialización de prendas de vestir, abrirá una tienda de vestuario el 4 de diciembre y tiene planeado abrir 11 más antes del 2011 en Bogotá.	-
Subtotal		374,93

Principales casos de inversión por sector 2008

Sector	Caso	Monto (US\$ millones)
Informática y actividades conexas	La compañía española de call centers Unísono incursionó a Colombia con la apertura de un centro de servicios en Bogotá, el cual fue equipado con la última tecnología del sector.	2,69
Comercio al por mayor y al por menor	La empresa japonesa Hino Motors, dedicada a la producción y comercialización de vehículos, construyó la primera fábrica de América Latina en Colombia. La fábrica tiene una capacidad productiva anual de 3.500 unidades, que consistirán principalmente en camiones medianos para su distribución en Colombia y Ecuador.	19,4
	El Almacén Holandés Makro, comercializador al por mayor de bienes de consumo para el hogar, abrió el sábado 29 de noviembre las puertas de su segundo almacén en Cali, como parte de su programa de expansión en Colombia.	9,62
	La multinacional francesa Grupo Casino dedicada exclusivamente a la venta al detal de productos, abrió almacén Éxito en Zipaquirá.	7,7
Subtotal		39,41

Principales casos de inversión por sector 2008

Sector	Caso	Monto (US\$ millones)
Transporte, Almacenamiento y comunicaciones	El grupo TCB, operador marítimo español de terminales portuarias, está construyendo y desarrollando la obra del terminal de Buenaventura.	210
	La multinacional alemana Siemens dedicada a las telecomunicaciones, el transporte, la iluminación, la medicina, al financiamiento entre otras áreas, está invirtiendo US\$55 millones en tres nuevas fábricas de producción de tecnología de telecomunicaciones, en límites entre Bogotá y Tenjo	55
	La empresa mexicana de telecomunicaciones Telmex, inauguró en Colombia un datacenter, para ofrecer a los clientes corporativos una mayor seguridad en el almacenamiento de la información	27
	La compañía chilena Belltech, dedicada al diseño, implementación y soporte de comunicaciones autoservicio, abrió una filial en Colombia principalmente para incrementar las líneas de negocios tradicionales y el área de negocios bancarios	-
Subtotal		292
Total		3202,34



Fuente: Se recopilan los casos publicados en los principales medios de comunicación nacionales e internacionales



Inversión Extranjera Directa y Crecimiento Económico: un análisis empírico

Jel (04-05)

Lic. Silvina Elías
Lic. M. Rosario Fernández
Lic. Antonella Ferrari

**Departamento de Economía
Universidad Nacional del Sur
Agosto 2006**

I – Introducción

Cada período en la historia de la mayoría de los países ha estado aparentemente relacionado con un problema económico que se ha destacado sobre los demás. El logro de un crecimiento económico sostenido, en términos del incremento de la renta nacional de pleno empleo, o del “potencial productivo” se convirtió, a partir de la segunda guerra mundial, en uno de los principales objetivos de la política económica de muchos países. “La manía del crecimiento”, utilizando el término acuñado por Mishan (1967), ha caracterizado los manifiestos de muchos partidos políticos y ha sido tratado como una solución para otros muchos problemas económicos.

La explicación de tal preocupación es fácil de entender, ya que pequeñas diferencias en la tasa de crecimiento a largo plazo pueden dar lugar a grandes diferencias en los niveles de renta per capita y de bienestar social. Por lo tanto, se podría considerar a la tasa de crecimiento del PBI como un representante del bienestar económico, no solo en los países desarrollados, sino también en los llamados países en vías de desarrollo, que lo utilizan como una vía de esperanza o alivio para intentar eliminar la pobreza, en definitiva, como panacea capaz de curar parte de los males económicos que sufren.

Dentro del marco actual y siguiendo la senda marcada por el crecimiento económico, la internacionalización de la economía mundial se destaca como uno de los rasgos más sobresalientes que han caracterizado la evolución de la historia económica de los últimos años. La cada vez mayor penetración mutua de las diferentes economías nacionales se refleja en el incremento de las transacciones financieras, y en particular de los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), considerados como uno de los elementos fundamentales para que los países en vías de desarrollo salgan de su estado actual. La misma se revela como uno de los canales que utilizan los países en vías de desarrollo para acceder a tecnología innovadora, una mayor capacidad productiva, nuevas técnicas empresariales y otra serie de externalidades que provocan un incremento del stock de capital del país receptor con el objeto de impulsar el crecimiento económico.

Dada la vigencia y el renovado interés encontrado en la literatura al respecto, el objetivo del presente trabajo es profundizar la investigación sobre la influencia que el flujo de IED ejerce sobre el crecimiento económico. Al tal fin, por medio de una versión simplificada del trabajo de Borensztein, De Gregorio y Lee (1998), se realizará un análisis de panel de datos para el período 1960-2002 para una muestra de noventa y tres países, clasificando a los mismos de acuerdo a diferencias en los niveles de ingreso, intentando evaluar si el impacto de la IED sobre el crecimiento varía en países con diferentes niveles de ingreso per cápita.

En la próxima sección se analizará la relación entre la IED y el crecimiento económico tanto desde el punto de vista teórico como empírico. En la tercera sección se considerará un modelo de crecimiento que incluye a la IED como variable explicativa. El estudio estadístico y empírico se realizará con las variables y muestra de países seleccionadas. Finalmente, en la cuarta sección, se presentarán las principales conclusiones del trabajo.

II - Inversión Extranjera Directa y Crecimiento Económico

Una de las características más notables de la actual etapa de globalización es la importancia que fue cobrando en todo el mundo la Inversión Extranjera Directa (IED). La Quinta Edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (2004) define a la IED como una de las cuatro categorías de transacciones financieras entre residentes y no residentes que constituyen la inversión financiera internacional¹. La inversión directa es la categoría de inversión internacional que refleja el objetivo, por parte de una entidad residente de una economía (inversor directo), de obtener una participación duradera² en una empresa residente de otra economía (empresa de inversión directa). La inversión directa comprende tanto la transacción inicial que establece la relación entre el inversor y la empresa como también todas las transacciones que tengan lugar posteriormente entre ellos. Esto encierra un concepto más amplio que una mera transacción financiera, implica el acceso directo a la tecnología, a las nuevas técnicas de producción y a las prácticas de gestión más avanzadas empleadas en el exterior.

Los recientes avances que se han llevado a cabo en la teoría del crecimiento económico, también llamada Nueva Teoría del crecimiento o Teoría del crecimiento endógeno, proporcionan líneas de investigación sugerentes para el estudio de la Inversión Extranjera Directa como uno de los determinantes del crecimiento económico de los países.

II. 1. Antecedentes teóricos

La abundante literatura sobre el crecimiento económico que comenzó a florecer a mediados de los ochenta subrayó el importante rol del progreso técnico endógeno como uno de los principales motores del crecimiento económico. Sin embargo la posibilidad de acceder a los inventos y a los nuevos diseños no es igual para todos los países. Algunos cuentan con la capacidad de innovar y de producir su propia tecnología, mientras que otros, generalmente conocidos como países en desarrollo, deberán beneficiarse a partir de la difusión de la tecnología que se produce en otros lugares. De esta manera, las tasas de crecimiento económico en los países en desarrollo son, en parte, explicadas por el proceso de "catch up" (alcance) en el nivel de tecnología.

La difusión tecnológica puede darse a través de diversos canales como: la transmisión de ideas y nuevas tecnologías, la importación de productos altamente tecnológicos, la adopción de tecnologías extranjeras y la capacitación del capital humano en el exterior. Además de estos canales, en las últimas décadas, la literatura ha señalado que a través de la IED que realizan las grandes corporaciones multinacionales, la tecnología puede ser transmitida desde los países avanzados hacia los menos desarrollados, permitiendo a estos últimos crecer a tasas mayores. Algunos trabajos recientes sobre el crecimiento económico destacan el rol de la IED en el progreso tecnológico de los países en desarrollo. Findlay (1978), por ejemplo, sostiene que la IED eleva la tasa de progreso técnico en el país receptor a través del efecto contagio de tecnologías más avanzadas, técnicas de manejo, etc., que aplican las empresas extranjeras.

Durante las décadas de 1950 y 1960, varios autores consideraban que la IED afectaba negativamente el crecimiento de los países en desarrollo. Afortunadamente, gracias al desarrollo económico alcanzado en la segunda mitad del siglo XX, esta discusión se modificó dando lugar a las Nuevas Teorías del crecimiento. Estas teorías permitieron analizar el problema desde otra perspectiva y brindaron un marco adecuado para poder analizar la relación existente entre la IED y el crecimiento económico.

El papel que interpreta la IED en el marco de la teoría del crecimiento variará dependiendo del tipo de modelos bajo el que se estudie el proceso. Si su marco de actuación se enfoca dentro de los modelos neoclásicos al estilo de Solow (1956), su efecto

¹ Las otras categorías son: inversión de cartera, otras inversiones y activos de reserva.

² El concepto de participación duradera implica la existencia de una relación a largo plazo entre el inversor directo y la empresa y un grado significativo de influencia del inversor en la dirección de la empresa.

sobre el crecimiento del output estará limitado por la existencia de rendimientos decrecientes del capital físico. Por lo tanto, la IED tendría un efecto nivel sobre la renta per cápita, pero no un efecto tasa, no alterando la tasa de crecimiento a largo plazo del output per capita.

Si la IED se estudia en el contexto de la Nueva Teoría del Crecimiento puede afectar a la tasa de crecimiento de un país de forma endógena. Esto resulta posible si se producen rendimientos crecientes en la producción a través de los efectos difusión (spillover) o externalidades³. De esta forma, la IED consigue generar crecimiento económico a largo plazo.

En este contexto, las externalidades, el capital humano y los efectos “learning by doing” y “learning by watching” son los elementos complementarios a los tradicionales (progreso tecnológico y acumulación de capital físico) que promueven el crecimiento económico de forma endógena.

Por lo tanto, la mayoría de los factores identificados dentro de la Nueva Teoría del Crecimiento como motores del mismo, pueden incluirse como efectos que provoca la IED en el país receptor de la inversión. La IED se considera el principal vehículo transmisor de tecnología en los países en desarrollo (Borensztein, De Gregorio y Lee(1998)). Varios autores coinciden en que la influencia de IED en la tasa de crecimiento del producto bruto real interno en términos per cápita se ejerce de dos formas:

- En primer lugar, a través del proceso de acumulación de capital que origina la entrada de este flujo de capitales en el país receptor. La IED impulsa el crecimiento incorporando nuevos inputs de tecnología más moderna en la función de producción de la economía receptora.
- En segundo lugar, influye en el crecimiento a través de la transferencia de conocimientos. Con frecuencia la IED incrementa el stock de conocimientos de la economía beneficiaria, e introduce nuevas técnicas de organización empresarial, programas de aprendizaje, técnicas de marketing y otra serie de activos intangibles.

Por su parte, Romer (1993) señala que, además de estas dos formas, mayores flujos de IED pueden contribuir a una aceleración del crecimiento económico en los países en desarrollo a través de las mayores entradas de divisas que contribuyen a aliviar los desequilibrios externos y, por lo tanto, a atenuar los efectos nocivos de aquellos sobre el crecimiento.

Como se observa, la Nueva Teoría del Crecimiento proporciona motivos poderosos para considerar la IED como un factor a tener en cuenta en el proceso de crecimiento. Ahora bien, el uso adecuado de este factor requiere de la existencia de cierto clima de estabilidad económica. Sin la existencia de este clima propicio la IED puede ser contraproducente; en lugar de estimular el crecimiento, servirá para impulsar la tasa de repatriación de la inversión por compañías extranjeras ocasionando beneficios sociales no apreciables en la economía receptora de la inversión.

Uno de los primeros trabajos teóricos que incorporan la IED como proxy del desarrollo tecnológico (y no como otra forma de capital) en un modelo de crecimiento fue el de Malley y Moutos (1994). En su modelo la tasa de progreso tecnológico solo afecta al nivel de ingresos de la economía debido a la presencia de rendimientos decrecientes.

El trabajo de Borensztein, De Gregorio y Lee (1998) es interesante por el modelo teórico que desarrolla, dado que ha sido tomado posteriormente por la mayoría de los economistas o analistas que se interesaron por la relación entre el crecimiento económico y la Inversión Extranjera Directa. El objetivo de este trabajo es examinar empíricamente el rol de la IED en el proceso de difusión tecnológica y crecimiento económico en los países en

³ Las externalidades o spillovers derivados de la IED se relacionan con: el uso y aprovechamiento de materias primas locales; la gestión y dirección modernas; el acceso a nuevas tecnologías; la entrada de capitales foráneos que permiten financiar déficit por cuenta corriente. También contribuyen a incrementar el stock de capital humano mediante los procesos de entrenamiento y aprendizaje que realizan las empresas, es decir, las empresas locales pueden aprender observando (learning by watching) dentro del marco económico adecuado y, finalmente, fomentan la inversión en investigación y desarrollo.

desarrollo. El análisis empírico se inicia a partir de un modelo de crecimiento endógeno, en el cual la tasa de progreso tecnológico es la principal determinante de la tasa de crecimiento de largo plazo del ingreso. El progreso técnico se da por medio de un proceso de ampliación del capital (capital deepening) que se verifica a través de la introducción de nuevas variedades de bienes de capital. El modelo supone una economía donde se produce un único bien de consumo y considera la siguiente función de producción:

$$(1) Y = AH^\alpha K^{1-\alpha}$$

Donde A representa el nivel de tecnología, que se determina exógenamente. H denota el capital humano y K el capital físico. De acuerdo con éste modelo el capital humano se determina endógenamente y el capital físico es una agregación de distintas variedades de bienes de capital (es por ello que la acumulación de capital se da a través de la expansión de la cantidad de variedades).

Específicamente, en un momento dado, el stock de capital doméstico está dado por:

$$(2) K = \left(\int_0^N x(j)^{1-\alpha} dj \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

esto significa que el capital total está compuesto por diferentes variedades de bienes de capital, cada uno representado por X(j). Ellos suponen que el número total de variedades de bienes de capital, N, es producido por dos tipos de empresas diferentes: las domésticas y las extranjeras. Las empresas domésticas producen n variedades del total N, y las extranjeras n*:

$$(3) N = n + n^*$$

Cada variedad de bienes de capital es producida por una empresa especializada, que lo vende a los productores finales de bienes a una determinada tasa (de rentabilidad), m(j). La demanda de tales variedades de bienes de capital, X(j), está dada por la igualdad entre esta tasa y la productividad marginal del bien de capital en la producción del bien final, que es:

$$(4) m(j) = A(1-\alpha)H^\alpha X(j)^{-\alpha}$$

Una expansión en el número de variedades de capital requiere la adaptación a la tecnología disponible en países más avanzados (que permita la introducción de un nuevo tipo de bienes de capital).

Borensztein, De Gregorio y Lee suponen que este proceso de adaptación tecnológica es costoso y que implica el pago de un costo fijo antes de la producción del nuevo bien de capital. Tal costo inicial depende negativamente del número de firmas extranjeras que operan en la economía receptora (n*). Este supuesto captura la idea de que las empresas extranjeras le brindan a las economías en desarrollo un avance en cuanto al conocimiento aplicable a la producción del nuevo bien de capital que ya se produce en otros países. De esta forma, la IED es el canal principal de progreso tecnológico en este modelo, haciendo más fácil la adopción de la tecnología a través de la producción de nuevos bienes de capital. Además, existe un efecto “catch up” en el progreso tecnológico, en el cual el costo inicial o de establecimiento de la empresa depende negativamente de la cantidad de variedades que se producen domésticamente en comparación con la que se produce en los países más avanzados (lo cual se denota con N*). De esta forma, la función que muestra el costo de establecimiento de la empresa o costo inicial es:

$$(5) F = F(n^*, N/N^*), \text{ donde } \frac{\partial F}{\partial n^*} < 0 \text{ y } \frac{\partial F}{\partial N/N^*} < 0$$

Una interpretación alternativa de (5) puede darse en términos del concepto “escaleras de calidad” (quality ladders), como lo hacen Grossman y Helpman (1991). El incremento en el número de variedades puede interpretarse como una mejora en la calidad de los bienes existentes. Por lo tanto, la presencia de corporaciones multinacionales reducirá el costo de la mejora en el bien de capital existente, generando la misma relación negativa entre la IED y los costos de establecimiento. Más aún, el supuesto de “catch up” puede reinterpretarse como que el costo de la mejora en un bien de capital existente es menor cuanto más baja sea esa calidad. Además de los costos fijos de establecimiento, una vez que un bien de

capital es incorporado, el propietario deberá pagar período a período un costo constante de mantenimiento. Esto es análogo a suponer que existe un costo marginal constante de producción de $X(j)$ igual a uno, y que los bienes de capital se deprecian totalmente.

En el estado estacionario, donde la tasa de interés (r) es constante, los beneficios para el productor de una nueva variedad de capital, j , son:

$$(6) \quad \Pi(j)_t = -F(n_t^*, N/N_t^*) + \int_t^\infty [m(j)x(j) - x(j)]e^{-r(s-t)} ds$$

maximizando la ecuación (6) sujeta a la demanda de la ecuación (4) llegan al siguiente nivel de equilibrio para la producción de cada bien de capital $X(j)$:

$$(7) \quad x(j) = HA^{1/\alpha}(1-\alpha)^{2/\alpha}$$

notemos que $X(j)$ es independiente del tiempo, esto es, el nivel de producción de cada nuevo bien de capital es el mismo en todo momento. Más aún, el nivel de producción de las distintas variedades es también el mismo debido a la simetría entre los productores. Sustituyendo la ecuación (7) en la función de demanda (4), obtenemos la siguiente expresión para $m(j)$:

$$(8) \quad m(j) = 1/(1-\alpha)$$

De esta forma puede considerarse a $m(j)$ como un mark-up sobre los costos de mantenimiento.

Finalmente, suponen que existe libre entrada y que, por lo tanto, la tasa de retorno (r) será tal que hará que los beneficios sean iguales a cero. Con los beneficios iguales a cero la condición es:

$$(9) \quad r = \psi F(n^*, N/N^*)^{-1} H$$

donde

$$\psi = A^{1/\alpha} \alpha (1-\alpha)^{(2-\alpha)/\alpha}$$

Para cerrar el modelo, es necesario describir el proceso de acumulación de capital, el cual estará determinado por el comportamiento de los ahorristas. Borensztein, De Gregorio y Lee consideran que los individuos maximizan la siguiente función estándar de utilidad intertemporal:

$$(10) \quad U_t = \int_t^\infty \frac{C_s^{1-\sigma}}{1-\sigma} e^{-\rho(s-t)} ds$$

donde C denota las unidades de consumo del bien final Y . Dada una tasa de retorno igual a r la senda óptima de consumo está dada por la condición estándar:

$$(11) \quad \frac{\dot{C}_t}{C_t} = \frac{1}{\sigma} (r - \rho)$$

Es fácil verificar que la tasa de crecimiento del consumo en el equilibrio de estado estacionario deberá ser igual a la tasa de crecimiento del producto (g).

Finalmente, sustituyendo la ecuación (9) en la (11), se obtiene la siguiente expresión para la tasa de crecimiento de la economía:

$$(12) \quad g = \frac{1}{\sigma} \left[\psi F(n^*, N/N^*)^{-1} H - \rho \right]$$

La ecuación (12) muestra que la IED, la cual se mide por el número de productos elaborados por las empresas extranjeras n^* , reduce el costo de introducir nuevas variedades de bienes de capital, aumentando la tasa a la cual son introducidos esos nuevos bienes. El costo de introducir nuevos bienes de capital es menor para los países más retrasados. Esto implica que los países que producen menos variedades de bienes de capital que los líderes (donde N/N^* es menor) tendrán menores costos de adopción de tecnología y tenderán a crecer más rápidamente. Este efecto de la IED sobre la tasa de crecimiento de la economía está positivamente asociado con el nivel de capital humano en la economía receptora, lo cual implica que cuanto más alto sea el nivel de capital humano en la economía receptora,

mayor será el efecto de la IED sobre la tasa de crecimiento de la economía. El stock de capital humano en el país receptor limita la capacidad de absorción de un país en desarrollo.

Como puede apreciarse, el modelo destaca, por un lado, el rol que juega la introducción de tecnologías más avanzadas y, por otro, los requerimientos de la capacidad de absorción en la economía receptora, como determinantes del crecimiento económico.

Por otra parte, también analizan como el ingreso de capitales extranjeros desplaza a la inversión doméstica, es decir, investigan el efecto de la IED con respecto a la inversión doméstica. En principio este efecto puede ser ambiguo. Por una parte, puede ser que las empresas multinacionales desplacen a las domésticas a través de la competencia en los productos y en los mercados financieros. Por otra, la IED puede favorecer la expansión de las empresas domésticas por medio de la complementariedad en la producción o aumentar su productividad a través del efecto derrame de tecnología (spillovers effects). Sus resultados muestran un efecto "crowding in" (empuje): si el ingreso neto de la IED aumenta en un dólar, la inversión total de la economía receptora se incrementará en una cuantía mayor que un dólar⁴. Por lo tanto, además del efecto que la IED genera en cuanto al progreso técnico, contribuye al crecimiento económico aumentando la acumulación total de capital en la economía receptora.

Jones (1995) critica los modelos de crecimiento endógeno basados en procesos de investigación y desarrollo como fuente de crecimiento, ya que considera que estos no tienen en cuenta los efectos escalera en el sentido desarrollado por Schumpeter(1934). La duplicidad de esfuerzos destinados a procesos de desarrollo puede producir rendimientos decrecientes en los recursos destinados a la investigación y desarrollo e impedir el crecimiento endógeno. Pero bajo la existencia de complementariedad, las innovaciones incorporadas en los procesos de IED pueden crear en lugar de reducir los beneficios procedentes de la tecnología obsoleta.

Alternativamente, De Mello (1999), observa que la convivencia de tecnologías innovadoras junto con las obsoletas, en los países en desarrollo, sugiere una menor eficiencia en la utilización de la tecnología avanzada, o que la tecnología moderna es menos productiva que la ya existente. En conclusión, la dotación de factores de la economía actuará como determinante del proceso de inversión foránea, disminuyendo el efecto de difusión tecnológica internacional de la IED.

Como se ha visto hasta aquí, existe actualmente un cuerpo teórico, es decir, una parte de la literatura, que se dedica a analizar el efecto de la IED sobre el crecimiento económico. Pero también existe otra parte que se ocupa de evaluar el efecto derrame de conocimiento (knowledge spillovers) por parte de las corporaciones multinacionales hacia las empresas domésticas, y que se considerará a continuación.

Durante el siglo XX, en el contexto de la Guerra Fría, la visión tradicional de occidente sobre el impacto de la IED en los países huéspedes fue excesivamente favorable, basada con frecuencia en el supuesto de que tales efectos serían automáticos y evidentes. La crítica original a esta concepción se fundaba en que el impacto era por definición negativo, pues se trataba de una manifestación del imperialismo o del neo-colonialismo. En este sentido, el debate original sobre los efectos de la IED estuvo sujeto a consideraciones más ideológicas que científicas. Sin embargo, en la actualidad esto ha cambiado.

La vertiente más conocida de la visión de occidente se sustenta en la literatura original sobre derrames o spillovers de la inversión extranjera. El concepto de derrame sugiere que una vez que los flujos de inversión extranjera hacia la economía huésped han alcanzado un cierto nivel, una serie de beneficios, tales como transferencias de tecnologías, encadenamientos productivos, capacitación de recursos humanos y desarrollo empresarial local, se "derramarían" en la economía local del mismo modo que el contenido de un vaso se derrama cuando rebasa el borde. Esta idea de beneficios automáticos y efectivos dominó durante mucho tiempo, pero en la actualidad ya no es así. Una completa reevaluación de la literatura sobre los efectos derrame de la IED, a partir de trabajos empíricos, ha llevado a

⁴ De acuerdo con sus estudios este incremento es aproximadamente entre 1,5 y 2,3 veces el incremento inicial en la IED.

nuevas conclusiones que sugieren que los impactos no son exclusivamente (e incluso no necesariamente) positivos. En estos nuevos estudios, en los que se aplicaron metodologías mejoradas, se plantea que con mucha frecuencia los efectos de la inversión extranjera han sido neutros o negativos o, en el mejor de los casos, la situación resultante es poco clara, especialmente cuando se trata de países en desarrollo y economías en transición.

Chudnovsky, López y Rossi (2003) consideran justamente esta posibilidad de que las corporaciones transnacionales generen spillovers hacia las empresas domésticas. Las empresas transnacionales tienen, por lo general, ciertas ventajas propias que les permiten competir con éxito en los mercados domésticos donde invierten. Estas ventajas se deben a diferentes causas (nuevas tecnologías, mejor organización y sistemas de marketing, capacidad de innovación, etc.), sin embargo, no siempre las corporaciones multinacionales pueden lograr todos los beneficios que implican tales ventajas. Es así como distintos spillovers pueden afectar a las firmas domésticas. Los mismos pueden llegar a producir un aumento en el stock de capital humano doméstico debido a las mejoras en la destreza de trabajadores, técnicos e ingenieros, que son entrenados por las filiales multinacionales. Este tipo de efectos aparecen cuando la demanda de trabajo calificado se encuentra en aumento y llega al punto en que el personal capacitado por las corporaciones transnacionales es posteriormente empleado por empresas locales o deciden abrir su propio negocio. Las empresas transnacionales generalmente cuentan con una mayor productividad que las empresas domésticas con quienes compiten. Los spillovers horizontales o intra-industriales aparecen cuando las empresas domésticas son inducidas a incrementar su productividad o mejorar la calidad de sus productos a través de la innovación o de la adquisición de maquinarias, equipos y ciertas tecnologías. A veces los derrames de conocimiento (en el área de organización del proceso productivo, diseño del producto, marketing, etc.), que pueden ayudar a las firmas domésticas a incrementar su productividad, provienen de la presencia de transnacionales a pesar de que éstas últimas, muchas veces, se ven motivadas a evitarlos.

Contrariamente al caso anterior, puede suceder que las empresas transnacionales se encuentren incentivadas a promover los spillovers verticales o inter-industriales. La difusión de conocimientos entre sectores puede probablemente no representar una pérdida de beneficios para las grandes empresas y hasta puede llegar a ser positiva en cuanto que puede contribuir a mejorar la competitividad y eficiencia de sus clientes y proveedores.

Por otra parte, Aitken y Harrison (1999) consideran que las corporaciones transnacionales pueden generar spillovers negativos cuando las empresas domésticas se ven forzadas a reducir su producción (causando esto una menor productividad en sus establecimientos en el caso de que trabajen con altos costos fijos) o a abandonar el mercado como consecuencia del aumento de la cantidad de firmas extranjeras.

Chudnovsky, López y Rossi (2003) señalan que una importante aclaración debe hacerse al respecto. Ellos consideran que si los spillovers se asocian con un cierto efecto derrame de conocimiento hablar de spillovers negativos no tiene sentido. Si se considera, en cambio, a los spillovers de la IED en un sentido amplio (incluyendo todos los efectos derivados de la competencia que las corporaciones transnacionales generan sobre las firmas domésticas), entonces, será posible encontrar spillovers positivos tanto como negativos.

II. 2. Literatura empírica

Como se ha indicado en la sección anterior, los recientes modelos teóricos sugieren que la IED es un importante determinante del crecimiento económico. En esta sección se revisará la evidencia para intentar cuantificar estos efectos.

En la mayoría de los estudios empíricos que analizan la relación entre IED y crecimiento económico se utilizan principalmente dos metodologías de trabajo. La primera de ellas se vale de las técnicas de sección cruzadas con el fin de estudiar los nexos de unión entre el crecimiento económico y el nivel de IED y entre el crecimiento y el stock de

IED. Esta metodología plantea problemas de multicolinealidad y endogeneidad en la variable explicativa.

Otra metodología empleada en los trabajos empíricos utiliza regresiones uniecuacionales con datos de series temporales; se parte de una ecuación de crecimiento, previamente derivada de la función de producción, y se realiza una distinción entre tipo de inversión. El problema al que se enfrenta esta metodología es la existencia de multicolinealidad, endogeneidad en las variables explicativas y posibles regresiones espúreas.

Con respecto al efecto de la IED sobre el crecimiento económico, los trabajos empíricos recientes arrojan diversos resultados. Una cierta cantidad de estudios sobre el tema ha señalado que el efecto de la IED sobre el crecimiento económico en países en desarrollo es insignificante.

Al respecto Singh (1988) encontró, en un ejemplo de setenta y tres países en desarrollo, que la IED tiene leves o prácticamente nulas consecuencias sobre el crecimiento económico.

Fry (1992), por su parte, examina el rol de la IED y trata de ver si ésta promueve o no el crecimiento, en un modelo macroeconómico. Para ello realiza un análisis cross-section y toma como muestra dieciséis países en desarrollo en el período 1966-1988. Los países que incluye son Argentina, Brasil, Chile, Egipto, India, México, Nigeria, Pakistán, Sri Lanka, Turquía, Venezuela y cinco países de la cuenca del Pacífico: Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia. Él encuentra que, para su ejemplo, no existe una diferencia significativa entre el efecto de la IED y el de la inversión financiada domésticamente sobre la tasa de crecimiento de la economía. Por otra parte, también observa que la IED tiene un significativo efecto negativo sobre la inversión doméstica, lo cual sugiere una especie de efecto crowding-out (desplazamiento). Pero, de alguna manera, este efecto varía a lo largo de los diferentes países. En los de la cuenca del Pacífico, en cambio, pareciera que la IED, genera un efecto crowding-in (empuje) sobre la inversión doméstica.

De Gregorio (1992), a diferencia de los resultados sugeridos por los estudios mencionados anteriormente, ha encontrado un impacto positivo y significativo de la IED sobre el crecimiento económico en un panel de doce países latinoamericanos entre los años 1950 y 1985.

Blomström, Lipsey y Zejan (1992) comparten la idea de que el crecimiento económico de un país atrasado depende de la transferencia de tecnología por parte de los países líderes y de la eficiencia con la cual se absorbe y difunde tal tecnología. La tecnología puede ser transmitida a los países en desarrollo (o a cualquier otro país) a través de una variedad de canales. IED llevada a cabo por las grandes corporaciones multinacionales es comúnmente sugerida como un vehículo para lograr tal fin. Esto se debe a que las corporaciones multinacionales han asumido un rol fundamental en lo que respecta a la investigación y desarrollo a nivel mundial, y en la actualidad controlan las tecnologías más avanzadas. Los países en desarrollo cuentan con una escasa capacidad, que no les permite invertir en investigación y desarrollo, lo cual los hace depender cada vez más, de las corporaciones multinacionales para poder acceder a la tecnología moderna. Para analizar la influencia de la IED sobre el crecimiento económico efectúan un análisis cross-country sobre una muestra de setenta y ocho economías en desarrollo. A partir de ello afirman que el impacto de la IED sobre el crecimiento es mayor en aquellos países que muestran un nivel de ingreso per cápita más alto.

Balasubramanyam, Salisu y Sapsford (1996) examinan, dentro del marco de la Nueva Teoría del Crecimiento, el papel que desempeña la IED en el proceso de crecimiento económico de los países en vías de desarrollo, caracterizados por diferentes regímenes de política comercial. Estos autores prueban la hipótesis planteada por Jagdish Bhagwati, la cual sostiene que el efecto benéfico de la IED sobre el crecimiento es más fuerte en aquellos países que persiguen una política comercial orientada hacia fuera, que aquellos otros que optan por la orientación hacia adentro. Con este fin, llevaron a cabo un procedimiento cross-country para analizar cuarenta y seis países en desarrollo entre 1970 y 1985. Sus resultados sugieren que la IED contribuye al crecimiento en aquellos casos en los

que el país receptor adopta políticas de liberalización de su economía. Argumentan que los países pertenecientes a los Tigres Asiáticos, así como también, Kenya y Chile, se han beneficiado mucho más de la IED que Indonesia, Filipinas, Morocco, Nigeria, Perú y Uruguay, que optaron por una estrategia de sustitución de importaciones. Para estos autores un régimen liberal en lo que respecta al comercio y la inversión, que permita la competencia entre empresas domésticas y extranjeras, promueve la innovación, permite que se verifique el efecto “learning by doing” y contribuye a la adquisición de ciertas habilidades. Estos son, según los mencionados autores, algunos de los aspectos a través de los cuales las empresas extranjeras contribuyen al proceso de crecimiento económico. Por otro lado, Zhang (2001) muestra un resultado similar.

Borensztein, De Gregorio y Lee (1998), luego del desarrollo teórico realizado⁵, prueban el efecto de la IED sobre el crecimiento económico realizando un análisis cross-country. Para ello, utilizan los datos sobre el flujo de IED de países industrializados a sesenta y nueve países en desarrollo, entre los años 1970 y 1989. Sus resultados sugieren que la IED es un importante canal para la transmisión de tecnología y que contribuye en mayor medida que la inversión doméstica al crecimiento económico. Encuentran también que existe una fuerte complementariedad entre la IED y el capital humano. Esto significa que la contribución de la IED al crecimiento económico se relaciona con la interacción entre ésta y el nivel de capital humano del país receptor. Los resultados empíricos a los cuales arriban demuestran claramente que la IED es más productiva que la inversión doméstica solo en aquellos países receptores que cuentan con un cierto nivel mínimo de capital humano.

De Mello (1999) emplea en su análisis series de tiempo y un panel de datos. Toma una muestra de quince países desarrollados y diecisiete países en desarrollo en el período 1970-1990, donde un grupo de estos países pertenece a la OCDE mientras que otro no. Sus estimaciones sugieren que el efecto de la IED sobre el crecimiento varía enormemente entre los diferentes países, pero muestran un impacto positivo de la misma, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo. A partir de los resultados obtenidos, este autor, infiere que la medida en que la IED afecta o se relaciona con el crecimiento económico depende del grado de complementariedad que existe entre la inversión extranjera y la doméstica. El grado de sustitución entre capital doméstico y extranjero parece ser mayor en las economías tecnológicamente más avanzadas. Los países en desarrollo, por otra parte, muestran cierta dificultad en el uso y difusión de las nuevas tecnologías que emplean las grandes corporaciones multinacionales.

Los hallazgos de Xu (2000) sobre la IED de Estados Unidos a cuarenta países en el período 1966-1994 corroboran los resultados de De Mello, con respecto a que la transferencia de tecnología a través de la IED contribuye al crecimiento económico en los países en desarrollo. Xu atribuye esto al hecho de que los países cuentan con un nivel de capital humano adecuado.

Kumar y Pradhan (2002) analizan el efecto de la IED sobre el crecimiento en un panel de datos actualizados. Para ello toman una muestra de ciento siete países en desarrollo durante el período 1980-1999. Estos autores adoptan una función de producción como la de Solow, donde el producto de la economía depende del capital, el trabajo, el capital humano y la productividad, especificando por separado el capital doméstico y el extranjero. Consideran una función Cobb-Douglas como la siguiente:

$$Y_t = A_{it} K_{dit}^\alpha K_{fit}^\lambda L_{it}^\beta H_{it}^\gamma$$

Donde Y es el producto, K_d y K_f representan el stock de capital doméstico y extranjero respectivamente, L el trabajo y H el capital humano. α, β, λ y γ representan las elasticidades producto del stock de capital doméstico, del stock de capital extranjero, del trabajo y del capital humano. Teóricamente, se espera que α, β y γ sean positivas mientras que el signo de λ dependerá de los efectos de la competencia y de los compromisos, así como también de otras externalidades que IED genera en los países en

⁵ Que se ha detallado en el apartado anterior.

desarrollo. Los resultados de las estimaciones realizadas sugieren que la IED genera un efecto positivo sobre el crecimiento económico de los países en desarrollo.

Alfaro (2003) considera la relación entre la IED y el crecimiento económico examinando el rol que la IED juega en los distintos sectores de la economía. Es decir, trata de observar si la IED promueve el crecimiento económico en el sector primario, en el manufacturero y en el de servicios. Siguiendo la metodología de Borensztein, De Gregorio y Lee, realiza un análisis empírico usando datos cross-country de cuarenta y siete países para el período 1981-1999. Los resultados demuestran que el flujo de IED en los diferentes sectores de la economía genera distintos efectos sobre el crecimiento económico. En el sector primario tiende a producir un efecto negativo sobre el crecimiento, mientras que en el sector manufacturero el efecto es positivo. La evidencia respecto del sector servicios es ambigua. La idea principal de Alfaro es demostrar que no todas las formas de IED son favorables para la economía receptora, a diferencia de lo que sostiene casi toda la literatura macroeconómica. De esta forma, sugiere, por una parte, la aplicación de distintos esfuerzos orientados a la atracción de aquellos tipos de IED que generan efectos positivos sobre el crecimiento y, por otra, la consideración de incentivos negativos para otros tipos, como por ejemplo la inversión en recursos naturales. Este autor también señala que la naturaleza de la economía receptora es un factor muy importante al momento de tomar las decisiones respecto de los incentivos a aplicar.

M. Bengoa y B Sánchez-Robles (2003) analizan la relación entre crecimiento económico e IED a partir de un simple modelo teórico inspirado en los aportes de Romer (1990), Rebelo (1991), Barro y Sala-i-Martin (1997) y el reciente trabajo de Borensztein, De Gregorio y Lee (1998). Este modelo considera que la producción total de la economía es elaborada tomando como input el stock de capital doméstico junto con el capital acumulado a través de la IED que entra al país; la movilidad del capital es imperfecta, por ejemplo, por la existencia de controles de capital. Esta restricción, muy común en los países en desarrollo, implica que los agentes no pueden convertir moneda local en divisa a la tasa oficial o que si bien pueden hacerlo, existen ciertas limitaciones al respecto. Como consecuencia de esto, existe una cuña entre la tasa de interés doméstica y la internacional. Por lo tanto, mantener altas tasas de retorno en los países receptores atrae flujos de inversión extranjera directa hasta que ambas tasas coinciden. Finalmente se supone que IED implica la entrada de bienes de capital de mayor tecnología en el país. El progreso técnico en este modelo se relaciona precisamente con esta forma de inversión. Se trata de una economía donde solo existe un bien de producción, que se vende en mercados. La tasa de ahorro, s , es exógena y constante. La función de producción es la siguiente:

$$Y = AK^\alpha F^{1-\alpha} \quad 0 < \alpha < 1$$

donde A captura varios aspectos relacionados con la eficiencia de la economía, como por ejemplo el marco institucional. En otras palabras, A es una proxy de la capacidad social de la economía receptora. K es el capital doméstico y F es el stock de capital acumulado a través de la inversión extranjera directa. α y $1-\alpha$ son las elasticidades producto de K y de F respectivamente.

La tasa de crecimiento de la economía en estado estacionario es igual a:

$$\frac{\dot{K}}{K} = sA^{1/\alpha} \left[\frac{(1-\phi)(1-\alpha)}{r^w} - \delta \right]^{(1-\alpha)/\alpha} - \delta$$

donde r^w es igual a la tasa de retorno en el país, neta de los costos de entrada; ϕ representa los costos de entrada (es un porcentaje de los beneficios de la firma); s la tasa de ahorro; y δ la tasa de depreciación de la economía.

Finalmente, luego de llevar a cabo el desarrollo teórico de su modelo concluyen que:

1. La combinación de la IED y el stock de capital doméstico garantizan la existencia de tasas de crecimiento positivas y endógenas en el país receptor. El modelo es lineal en F y K , y esta propiedad garantiza la existencia de crecimiento endógeno, contrarrestando los rendimientos decrecientes a escala en K y F considerados por separado.

2. La tasa de crecimiento en la economía está inversamente relacionada con el costo de oportunidad de invertir en los mercados de capital internacionales (r^w). Por lo tanto, altas tasa de interés mundiales desalientan los flujos de IED entre países, reduciendo la tasa de crecimiento en los países en desarrollo.
3. La tasa de crecimiento está positivamente relacionada con el costo que las firmas extranjeras deben afrontar para ingresar al país, Φ . La política económica puede influenciar el monto de los capitales que ingresan al país alterando este costo. El parámetro Φ será menor en países orientados hacia afuera, los cuales eliminan las regulaciones que impiden la entrada de la inversión extranjera directa y facilitan los trámites necesarios para que las firmas extranjeras puedan ingresar. La atracción de la IED será un objetivo a lograr en estas economías y esto les permitirá crecer a mayores tasas. En cambio, los países orientados hacia adentro, establecerán altos valores para Φ , lo cual hará menos atractivas a las inversiones extranjeras y el crecimiento se registrará a una menor tasa.

Estos autores tomaron una muestra de dieciocho países de América Latina, entre 1970 y 2000. Observaron que efectivamente la IED es significativa y está positivamente correlacionada con el crecimiento económico en todas las estimaciones, con lo cual pudieron confirmar la hipótesis planteada al comenzar su investigación: “la IED genera crecimiento endógeno”.

Como se mencionó anteriormente, se han realizado también una serie de estudios que analizan los spillovers de la IED sobre el crecimiento económico. Estos estudios emplean diversas técnicas y metodologías, y se han aplicado tanto a países desarrollados como a países en desarrollo, donde en algunos casos han recibido importantes flujos de IED y en otros no. Consideran períodos muy diferentes y usan tanto variables endógenas como exógenas. Algunos señalan la presencia de spillovers positivos, algunos otros negativos y el resto ha encontrado resultados condicionales o mixtos.

Chudnovsky, López y Rossi (2003) los clasifican en tres grupos. En el primero incluyen los estudios recientes que utilizan datos cross-section en un determinado año y que encuentran spillovers positivos. Los trabajos pioneros de Caves (1974) en Australia, Globerman (1979) en Canadá y Blomström y Person (1983) en México, señalan la presencia de spillovers positivos y significativos en el sector manufacturero. Otros estudios realizados posteriormente en el sector manufacturero mexicano, por Blomström y Walff (1994), sobre la IED de Estados Unidos en el sector manufacturero de Francia, Alemania y Japón por Nadiri (1991) revelan la presencia de spillovers positivos sobre la productividad de las firmas domésticas. Blomström y Sjöholm (1998), en un trabajo sobre Indonesia, encontraron que la productividad de la mano de obra en las empresas domésticas estaba positivamente correlacionada con la presencia de empresas extranjeras en el sector.

En el segundo grupo incluyen estudios recientes que emplean paneles de datos y encuentran spillovers negativos. Destacan aquí el trabajo de Aitken y Harrison (1999) que analiza 400 establecimientos en el sector manufacturero de Venezuela entre los años 1976 y 1989, y observa que la presencia de corporaciones multinacionales afecta negativamente la productividad total de los factores. Otros estudios que consideran la existencia de spillovers negativos son: el de Djankov y Hoeckman (2000) sobre 500 firmas en la República Checa entre 1992 y 1996; el de Hadad y Harrison (1993) en el sector manufacturero de Moroco en el período 1985-1989; el de Kathuria (2000) en el sector industrial de la India entre 1976 y 1989; y otro de Konings (2000), quien utiliza un panel de firmas pertenecientes a Bulgaria, Polonia y Rumania entre 1993 y 1997.

Finalmente, en el tercer grupo, se refieren a trabajos que arriban a resultados mixtos o condicionales. Una primera clase, dentro de esta categoría, incluye trabajos que destacan la brecha tecnológica y de productividad existente entre las empresas domésticas y las extranjeras. Mientras que una amplia brecha puede significar una gran posibilidad de aprendizaje para las empresas domésticas, una brecha demasiado profunda puede llegar a obstaculizar el efecto de los spillovers. Esto se debe a que las empresas domésticas no serán tan atractivas para los proveedores, como las transnacionales, o a que no serán

capaces de aprovechar los beneficios derivados del derrame de conocimientos o de incrementar su competitividad modernizándose tecnológicamente.

Uno de los trabajos pioneros en el área es el de Cantwell (1989), quien se interesa por el impacto de la creciente presencia de empresas norteamericanas en Europa, desde mediados de 1950 hasta 1970. El análisis señala diferencias sustanciales entre los sectores y las firmas. La respuesta de las empresas europeas al “talento norteamericano” fue superior en aquellas actividades donde confiaron en la significativa capacidad tecnológica. El resto de las firmas, se vieron forzadas a abandonar el mercado o a concentrarse en otras actividades no atractivas para las norteamericanas.

Posteriormente, en un estudio cross-section sobre el sector manufacturero mexicano, Kokko (1994) concluye que es menos probable encontrar spillovers en aquellos sectores donde las empresas extranjeras tienen una importante porción de mercado y usan tecnologías muy superiores a sus competidores locales. En 1996 Kokko junto con Tansini y Zejan, analiza el efecto de la presencia de firmas extranjeras, en el sector manufacturero uruguayo, sobre el desempeño de las locales (que cuentan con más de 100 empleados). Encuentran evidencia de spillovers positivos solo en aquellos casos en los cuales la brecha de productividad entre firmas domésticas y extranjeras es moderada. En otro estudio Tansini y Zejan (1998), con datos sobre el sector manufacturero uruguayo entre 1988 y 1990, hallan spillovers positivos para toda la muestra y especialmente para las empresas domésticas más pequeñas. Contrariamente, en este caso, observaron que no existían spillovers donde la brecha tecnológica era moderada y que solo eran significantes en aquellos casos donde la brecha era amplia.

Analizando un panel de firmas españolas, francesas e italianas entre 1993 y 1997, Castellani y Zanfei (2001) llegaron a que la combinación de una gran brecha entre la productividad total de los factores y el nivel de productividad de las corporaciones multinacionales generaba efectos positivos. Girma, Greenaway y Wakelin (2000), en cambio, basándose en un panel de 4.000 firmas británicas, entre 1991 y 1996, observaron que las empresas domésticas se beneficiaban con la presencia de transnacionales siempre que la brecha de productividad total de los factores fuera pequeña.

Un estudio realizado por Hanskel, Pereira y Slaughter (2002) se encuentra entre los que destacan la noción de brecha de productividad y los que se refieren al rol de la capacidad de absorción de la economía doméstica. Utilizan un panel de datos sobre firmas británicas, entre 1973 y 1992, y estiman el impacto de lo que ellos denominan “capacidad de absorción”, la cual se mide como una combinación de tres variables: el nivel de empleo, la productividad total de los factores y la intensidad de las capacidades. Encuentran que es más probable que existan spillovers positivos cuando la brecha es grande. Estos autores combinan una medida de la brecha tecnológica con otra relacionada con la capacidad de absorción dificultando así el entendimiento de los resultados a los cuales arriban.

Más allá de los resultados del mencionado trabajo anterior, la teoría aceptada actualmente sugiere que para que los spillovers lleguen a las empresas domésticas es necesario que éstas cuenten con una significativa capacidad de absorción, que les permita beneficiarse con los conocimientos que poseen las multinacionales. Tales capacidades también son necesarias si las empresas locales optan por otras vías de modernización tecnológica (como la importación de bienes de capital, licencias, etc.) y dependen, entre otras cosas, de la competencia técnica, de la magnitud y naturaleza de las actividades innovadoras que llevan a cabo las firmas domésticas, etc.

Chudnovsky et al (2003) analizan en su trabajo el flujo de IED en el sector manufacturero en Argentina entre los años 1992 y 1996. Observan que las empresas transnacionales contaban con niveles de productividad mucho mayores que los de las firmas domésticas. Pero, a pesar de ello, la mayoría de las firmas no recibieron spillovers positivos sino negativos. Sólo unas pocas empresas se beneficiaron a partir de la presencia creciente de filiales extranjeras en la economía local y fueron aquellas que contaban con una alta capacidad de absorción. Finalmente, estos autores, concluyen que tales capacidades son determinantes al momento de analizar las posibilidades de crecimiento de las empresas domésticas en los países en desarrollo.

Otro estudio en el que se trabaja con el concepto de capacidad de absorción es el realizado por Barrios, Dimelis, Louri y Strobl (2002), empleando información de un grupo de empresas de Grecia, Irlanda y España. Observaron que los spillovers positivos dependen generalmente de la capacidad de absorción de las firmas domésticas. Barrios (2002), basándose en un panel de datos de firmas españolas entre 1990 y 1994, también destaca el rol de la capacidad de absorción como promotora de los spillovers positivos.

Otros trabajos se focalizan en el impacto sobre los sectores donde existen spillovers y, por lo tanto invierten las empresas transnacionales, bajo el supuesto de que en los sectores donde el gasto en actividades de investigación y desarrollo es alto, es más probable que aparezcan spillovers positivos. Al respecto, Kinoshita (2000), analizando un panel de firmas Checas entre 1995 y 1998, encuentra spillovers positivos solo aquellos sectores en los que los países receptores son intensivos en investigación y desarrollo.

Mientras que todos los aportes mencionados hasta ahora se concentran en el estudio de los spillovers intra-industriales, los de trabajos de Schoors y Van Der Tol (2002) y Kugler (2000) tratan de identificar spillovers inter-industriales. Los primeros emplean un panel de datos de empresas húngaras entre 1997 y 1998, así como también datos sobre los insumos y productos, y observan spillovers positivos. Sostienen que los resultados dependen de la capacidad de absorción y del grado de apertura del sector. Kugler, en cambio, trabaja con un modelo dinámico de equilibrio general y emplea un panel de datos de firmas colombianas entre 1974 y 1998. No encuentra evidencia sobre spillovers intra-industriales y agrega que éstos están limitados por la baja capacidad de absorción de las empresas locales. Pero a nivel inter-industrial encuentra que son positivos y significativos. Por lo tanto, el ingreso de corporaciones transnacionales podría llegar a tener un efecto positivo sobre sus proveedores y clientes.

Como se observó a través de esta breve revisión, la discusión respecto de la magnitud y el signo de los spillovers de la Inversión Extranjera Directa va más allá de lo planteado en el plano teórico. Por esto, no resulta sorprendente que existan diversas opiniones sobre la materia. Mientras que Blomström y Kokko (1996) concluyen que la evidencia sobre los spillovers derivados de la IED existe y éstos son sustanciales en las economías receptoras, pero que no existe evidencia fuerte sobre su naturaleza y magnitud, Rodrik (1999) considera que la evidencia empírica no corrobora la existencia de spillovers positivos.

III –Un Análisis Empírico

III.1 Datos y Variables utilizadas

En este trabajo se utiliza una muestra de 93 países para el período 1960-2002 clasificándolos según su nivel de ingreso. Los países elegidos resultan de ajustar la disponibilidad de datos para todas las variables. Los datos fueron obtenidos de los indicadores del Banco Mundial (2002). Si bien éstos pueden resultar demasiado agregados y sería conveniente trabajar con un mayor nivel de desagregación se perdería el tamaño de la muestra, dado que no sería posible contar con la información requerida para todos los países. Los países que conforman la muestra, agrupados por nivel de ingreso de acuerdo a la clasificación presentada por el Banco Mundial (2002), son presentados en el cuadro 1.

Cuadro 1: Clasificación de los países por nivel de ingreso según el Banco Mundial (2002)

Países con nivel de Ingreso Bajo (PIB)	Países con nivel de Ingreso Medio Bajo (PIMB)	Países con nivel de Ingreso Medio Alto (PIMA)	Países con nivel de Ingreso Alto (PA)
Bangladesh, Benin, Burundi, Cameroon, Rep Central de Afr, China, Congo, Gambia, Ghana, Haití, Honduras, India, Indonesia, Kenya, Korea, Lesotho, Malawi, Mali, Mauritania, Mozambique, Nepal, Nicaragua, Niger, Pakistán, Senegal, Sierra Leona, Sudan, Togo, Uganda, Zambia, Zimbabwe. (PBI per cápita en el año 1998 de 760 dólares o menos).	Algeria, Bolivia, Colombia, Costa Rica, Rep. Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Fiji, Guatemala, Guyana, Irán, Jamaica, Jordania, Papua Nueva G, Paraguay, Perú, Filipinas, Sudáfrica, Sri Lanka, Swaziland, Siria, Tailandia, Tunisia (PBI per cápita en el año 1998 entre 760 y 3030 dólares).	Argentina, Botswana, Brasil, Chile, Hungría, Malasia, Mauricio, México, Panamá, Polonia, Trinidad y Tobago, Turquía, Uruguay, Venezuela. (PBI per cápita en el año 1998 entre 3031 y 9360 dólares).	Australia, Austria, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Kuwait, Netherlands, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, España, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos. (PBI per cápita en el año 1998 superior a 9361 dólares).

Las especificaciones que se plantean a continuación y que se utilizan para la regresión de las variables estructurales en función del crecimiento del Producto Bruto Interno, son una adaptación de la especificación propuesta por Borensztein, De Gregorio y Lee (1998). Se toma como variable dependiente **CRECPBI**: promedio de la tasa de crecimiento del PBI per cápita en dólares a valores constantes medido a precios de mercado (elaboración propia sobre la base de datos del Banco Mundial). Es decir la tasa de crecimiento del PNB per capita en el momento t para el país i , con $t = 1965, \dots, 2002$. El subíndice asociado al intercepto permite que cada país tenga un parámetro de posición independiente.

Como variables explicativas se analizan:

LogGDP : el logaritmo del nivel de ingreso per cápita inicial, 1960 (Banco Mundial),
Log POP: el logaritmo de la Tasa de Crecimiento de la población (Banco Mundial);
INV: la IED como porcentaje del PBI en dólares año base 1995 (Banco Mundial);
CON: el consumo público, medido como porcentaje del PBI en dólares año base 1995 y
EDU: el stock o cantidad de capital humano, que se representa a través del promedio de años de educación adquirida en el sector secundario por la población adulta mayor de veinticinco años al inicio de cada período.

III.2 Evidencia empírica

Previamente al análisis econométrico se analiza la evolución promedio de las distintas variables consideradas de acuerdo a la clasificación del Banco Mundial.

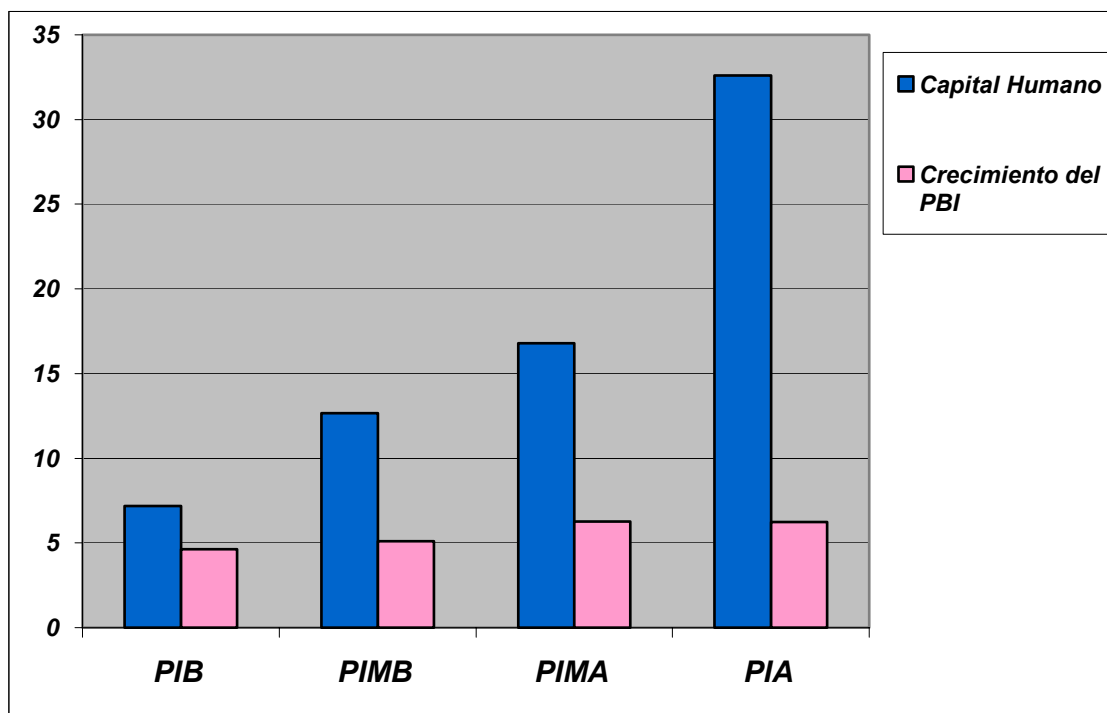
Cuadro 2: Evolución promedio de las variables consideradas

	PIB	PIMB	PIMA	PIA
IED	0,78843791	1,57697796	1,64113758	1,469717525
Consumo Público	13,406281	14,0051736	12,8815005	16,93250706
Crecimiento de la Población	2,53450888	2,43348892	1,81457233	1,03696393
Capital Humano	7,18008658	12,6708995	16,7946429	32,61354167
Crecimiento del PBI	4,63374601	5,10865406	6,27978491	6,225458526

FUENTE: Elaboración propia en base a datos extraídos del Banco Mundial y de Barro y Lee.

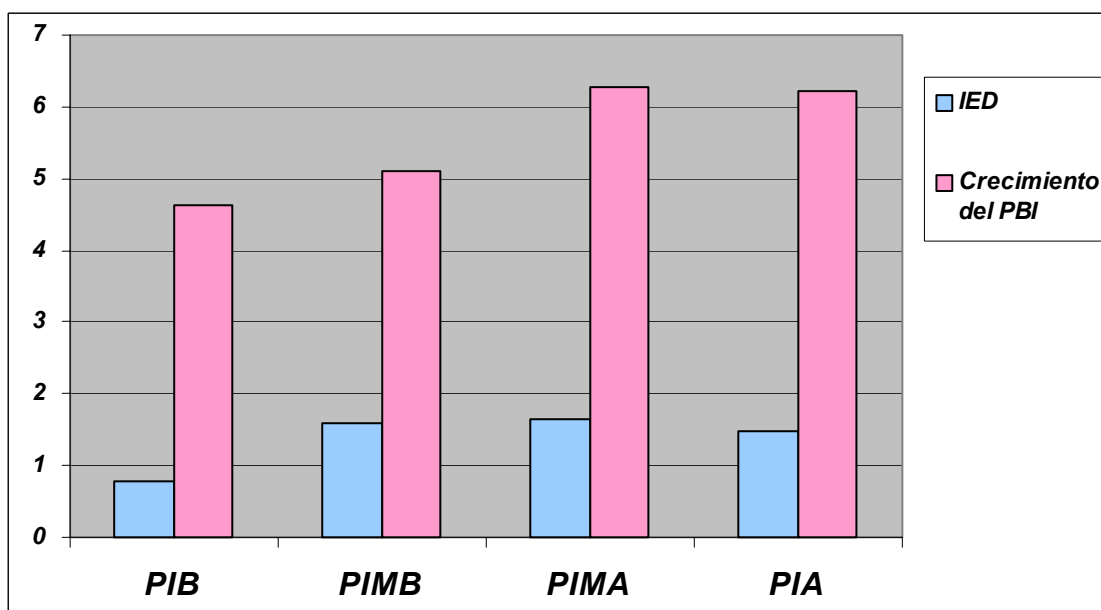
En el cuadro 2 se presenta la evolución promedio de la tasa de crecimiento del PBI per cápita, de la IED, del consumo público, del crecimiento de la población y del capital humano, por grupo de países según los distintos niveles de ingreso. Se observa que los países de ingreso medio alto son los que poseen la mayor tasa de crecimiento del PBI per cápita (6,27%), superando ésta levemente a la de los países de ingreso alto (6,22%) y en mayor medida a la de los de ingreso bajo y medio bajo. También se puede ver que a medida que el nivel de ingreso aumenta el capital humano crece, es decir, el porcentaje de individuos mayores de 25 años que adquieren escolarización secundaria completa también se incrementa. De esta forma, puede apreciarse que el nivel de capital humano para los países de ingreso bajo es igual al 7,1% de la población total, y que crece paulatinamente al pasar de éstos a los de ingreso medio bajo y posteriormente a los de ingreso medio alto, hasta llegar al 32,61% de la población total en los de ingreso alto (**Ver Gráfico 1**).

Gráfico 1



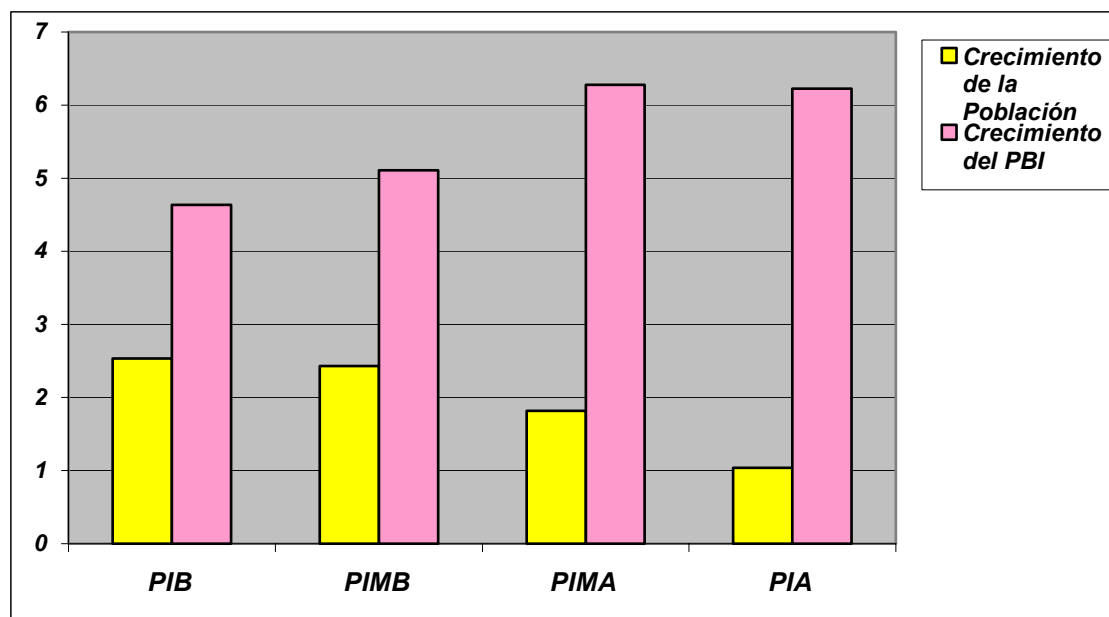
Por otra parte se destaca claramente la relación entre la IED y el crecimiento del PBI. A medida que ésta aumenta, la tasa del crecimiento del PBI per cápita también crece. Así, por ejemplo, el flujo más bajo de IED se registra en los países de ingreso bajo (0,78%) donde se verifica además la menor tasa de crecimiento del PBI per cápita (4,63%), y el mayor flujo de IED se registra en los países de ingreso medio alto donde la tasa de crecimiento es de 6,27%, la mas alta de los cuatro grupos considerados (**Ver Gráfico 2**).

Gráfico 2



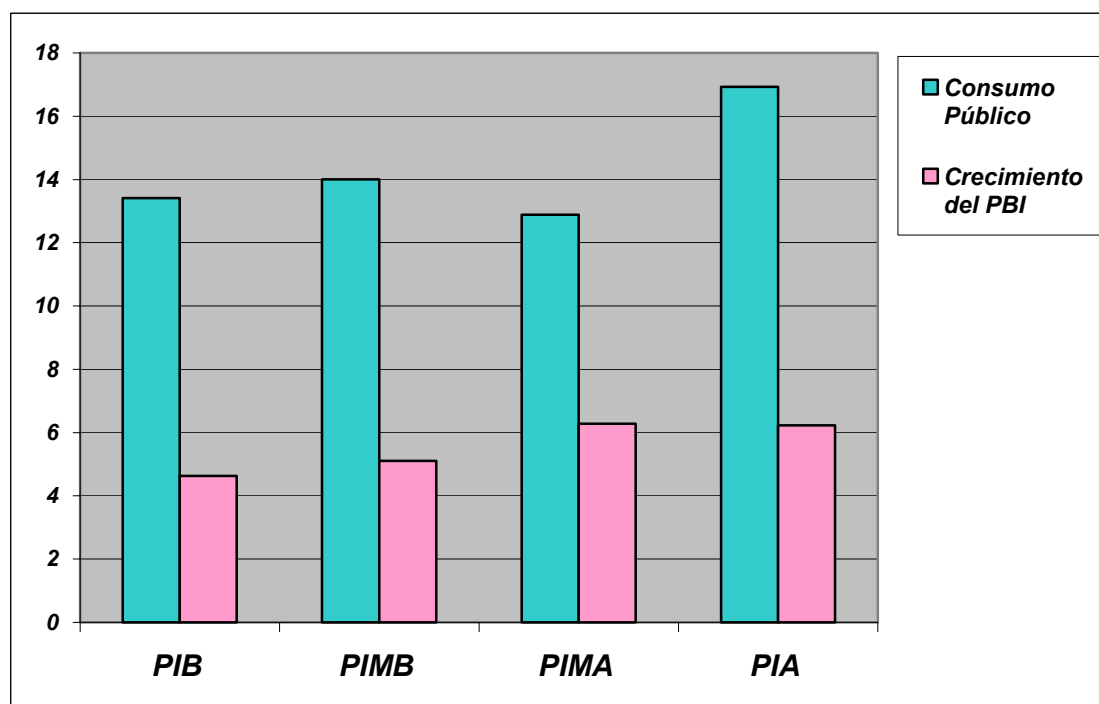
Con respecto a la tasa de crecimiento de la población puede apreciarse que a medida que el nivel de ingreso aumenta ésta disminuye. De esta forma los países de ingreso bajo son los que registran mayores tasas de crecimiento poblacional mientras que los de ingresos altos son los que registran las menores tasas. Por otra parte, se puede observar la relación inversa que existe entre la tasa de crecimiento de población y la del PBI per cápita. Al incrementarse la primera, la segunda se reduce, con excepción de los países de ingreso medio alto que registran la mayor tasa de crecimiento del PBI per cápita, pero cuya tasa de crecimiento poblacional supera a la de los países de ingreso alto. **(Ver Gráfico 3)**

Gráfico 3



Finalmente, se considera el caso de la variable consumo público (como porcentaje del PBI). Puede observarse que con excepción de los países de ingreso alto donde se registra el menor grado de consumo público, esta variable crece a medida que el nivel de ingreso aumenta: es de 13,4% en los países de ingreso bajo, de 14% en los de ingreso medio bajo y de 16,93% en los de ingreso alto. Esto se relaciona quizás con la tasa de crecimiento del PBI per cápita de los distintos grupos de países, ya que en ambos casos (es decir, tanto en el consumo público como en el crecimiento del PBI) se observa una tendencia ascendente a medida que el nivel de ingreso se incrementa, excepto en los países de ingreso medio alto, donde la tasa de crecimiento del PBI per cápita es la mayor de los cuatro grupos y el consumo público el menor **(Ver Gráfico 4)**.

Gráfico 4



III.3 La relación Inversión Extranjera Directa-Crecimiento Económico

Siguiendo a Borensztein, De Gregorio y Lee (1998) se comparan los países seleccionados en un estudio internacional de panel de datos para 93 países. Se eligió la formulación semi- logarítmica para mantener las propiedades de aditividad de las participaciones a determinados niveles de agregación debido a la utilidad de esta propiedad en estudios de crecimiento. Por otra parte, con respecto a la metodología de estimación se utilizó panel de datos, que tiene una ventaja fundamental frente a corte transversal. Las diferencias existentes entre los países no son captadas por una regresión simple cross-section, en la cual la incidencia de estos factores queda en el residuo de la regresión. Si estos factores están correlacionados positivamente con las variables incluidas en el modelo la estimación de los parámetros estaría sesgada. Las regresiones cross-section utilizan variables medidas como el valor promedio a lo largo del tiempo para cada país, con lo cual se pierde la información proveniente de la evolución temporal de las variables y se hace difícil el control de la heterogeneidad entre países. La heterogeneidad entre los países es un punto crucial en relación con la capacidad de las variables explicativas para determinar las discrepancias en relación con los distintos niveles de ingreso. El panel de datos podría utilizarse como una técnica capaz de utilizar la dimensión temporal de los datos y a la vez captar las diferencias que existen entre los países. En este sentido, la ventaja de utilizar técnicas de panel de datos para estudiar el crecimiento es que se pueden captar las variables omitidas que explican la heterogeneidad entre países y que resultan constantes a lo largo del tiempo. Además al utilizar un panel de datos los grados de libertad con los que se trabaja aumentan considerablemente.

De esta forma, la técnica de panel de datos se ha formulado como un modelo de efectos fijos. Se supone que las diferencias entre países pueden ser captadas mediante un parámetro desconocido estimado en el término constante. Para contrastar la hipótesis de que los términos constantes son todos iguales se realizó el test de Wald que nos indica si existen individualidades en los países que sugieran que es necesario tenerlas en consideración o, en su defecto, estimar una ecuación individual para cada uno de los mismos. A priori se podría pensar que dichos efectos existen; por ejemplo, el marco institucional que presenta un país no tiene porqué ser igual a otro, o las características de un

país pequeño pueden diferir de las de uno grande. De esta manera, el valor del test obtenido confirma la existencia de los efectos fijos, puesto que se rechaza la hipótesis nula de ausencia de los mismos, con un nivel de significatividad del 1%.

Las estimaciones se realizaron clasificando los países de acuerdo a los distintos niveles de ingreso en: países de ingresos bajo (PIB), países de ingreso medio bajo (PIMB), países con un nivel de ingreso medio alto (PIMA) y países de ingresos alto (PIA) siguiendo la clasificación de ingresos per cápita de los Indicadores del Banco Mundial, antes mencionados en el cuadro 1 del apéndice "B".

La ecuación estimada es:

$$X = \alpha + \beta_1 \ln Y + \beta_2 (\ln Y)^2 + \beta_3 \ln \text{Pop} + \beta_4 \text{Inv} + \beta_5 \text{Con} + \beta_6 \text{Edu} + \mu$$

Donde:

X: es la variable dependiente dada por la tasa de crecimiento del PBI per cápita

Y: es el Producto Bruto Interno per cápita, en dólares 1995 (PBI)

Pop: es la población en millones

Inv: es la Inversión Extranjera Directa

Con: es el consumo público

Edu: es el stock o cantidad de capital humano

Los resultados de las regresiones son presentados en el cuadro 3, donde la variable dependiente es la tasa de crecimiento del PBI per cápita. Las seis primeras filas incluyen los logaritmos de las variables económicas independientes ($\ln \text{GDP}$, $\ln \text{GDP}^2$, $\ln \text{POP}$) y las variables INV, CON y EDU utilizadas como regresores. En la séptima y octava fila se identifican los resultados de los estadísticos R^2 y Durbin - Watson.

Cuadro 3: Regresiones para la tasa de crecimiento del PBI por Niveles de Ingreso

Variable Dependiente	Variable Independiente	PIB	PIMB	PIMA	PIA
	$\ln \text{GDP}$	-9.98 (0.0102)	-6.21 (0.0452)	-6.93 (0.0451)	-11.04 (0.00)
	$\ln \text{GDP}^2$	-3.91 (0.0001)	0.0169 (0.98)	-1.099 (0.034)	-0.84 (0.00)
Tasa de Crec. PBI	$\ln \text{POP}$	-10.365 (0.009)	-10.33 (0.00)	5.69 (0.00)	1.935 (0.00)
	INV	0.129 (0.00)	0.029 (0.3604)	0.059 (0.0083)	0.0513 (0.00)
	CON	0.10 (0.039)	0.09 (0.035)	0.08 (0.020)	0.25 (0.015)
	EDU	0.65 (0.032)	1.50 (0.03)	1.83 (0.045)	1.01 (0.002)
	R^2	0.789	0.833	0.84	0.9205
	Durbin- Watson	0.311	0.218	0.34	0.2413

Los números entre paréntesis representan el p-value asociado al estadístico "t".

Cuando las estimaciones se realizan por niveles de ingreso se encuentra que los resultados cambian según se trate de países con nivel de ingreso alto, medio alto, medio bajo o bajo. Los resultados de la variable $\ln \text{PBI}$ permiten observar que son significativas y con el signo esperado para todos los niveles de ingreso. El ingreso inicial afecta en forma negativa y significativa al crecimiento económico, resultado compatible con la hipótesis de convergencia condicional. También el $\ln \text{PBI}^2$ es significativo y su signo es negativo lo que se podría interpretar como una disminución del crecimiento a una tasa decreciente a medida que aumenta el ingreso a excepción del grupo de PIMB donde dicha variable no es

significativa. Con respecto al crecimiento de la población en el grupo de países con nivel de ingreso alto y medio alto se encuentra una relación negativa y significativa entre tasa de crecimiento del PBI y tasa de crecimiento de la población. Es decir, el tamaño de la población afecta en forma negativa al crecimiento económico. Un país más grande tendería a una menor tasa de crecimiento per cápita. En los otros dos grupos de países se encuentra que esta relación es positiva y significativa⁶. La variable proxy del capital humano (EDU) contribuye positivamente a explicar las variaciones en la tasa de crecimiento del PBI per cápita en todos los grupos analizados. Esto último coincide con la literatura empírica e indica que cuanto más alto sea el nivel de capital humano en la economía receptora, mayor será el efecto sobre la tasa de crecimiento de la economía; lo cual es consistente con la idea de que el stock de capital humano en el país receptor limita la capacidad de absorción de un país en desarrollo. Por otra parte, se observa una positiva y significativa relación entre la IED y el crecimiento económico, a excepción del caso de los países de ingreso medio bajo donde no resulta significativa. Es decir, la IED también contribuye positivamente a explicar las variaciones en la tasa de crecimiento del PBI, excepto en el caso de los países de ingreso medio bajo. Este resultado muestra claramente que, ya sea a través de la acumulación de capital o a través del logro de una mayor productividad y eficiencia (que la inversión doméstica), la IED favorece el crecimiento económico.

IV – Conclusión

A lo largo del tiempo el análisis de la IED ha ido adquiriendo mayor importancia debido a su estrecha vinculación con el crecimiento económico. La literatura da cuenta de varias alternativas para el estudio de la IED como uno de los determinantes del crecimiento económico de los países en desarrollo.

Por un lado el análisis puede concentrarse directamente en la relación IED-crecimiento económico como lo hacen Borensztein, De Gregorio y Lee, y considerar a la IED como una de las causas que lleva al incremento de la tasa de crecimiento de los países. Mientras que, por otro lado, se puede focalizar en el efecto de los spillovers de las empresas transnacionales sobre las firmas domésticas, estudiando por separado las distintas industrias o sectores de una economía.

En el presente trabajo se ha comenzado con una revisión de la literatura teórica y empírica de la relación entre la IED y el crecimiento económico. Luego se ha profundizado la investigación de la importancia de tal relación a través de un estudio empírico de panel de datos para una muestra de noventa y tres países agrupados por niveles de ingreso. Se ha considerado también el importante rol que juega el capital humano, dado que el mismo limita la capacidad de absorción en la economía receptora. Además se han incorporado otras variables de importancia como lo son la tasa de crecimiento de la población y el consumo público. Para la estimación se utilizó información obtenida de las bases de datos del banco Mundial y de Barro y Lee, en el caso de los indicadores de educación.

Del análisis de los promedios de las variables a lo largo del período considerado, clasificados de acuerdo a su nivel de ingreso se encontró que a medida que la IED aumenta, el nivel de ingreso también aumenta, lo cual es acorde a los resultados arribados por Borensztein, De Gregorio y Lee. Por otra parte el comportamiento de la variable que representa el stock o cantidad de capital humano muestra una tendencia creciente a medida que se incrementa el nivel de ingreso. Esto indica que cuanto más alto es el nivel de capital humano en el país receptor, mayor será el efecto sobre la tasa de crecimiento de la economía. Un mayor nivel de educación hace que los individuos sean más productivos y que contribuyan en mayor medida a incrementar el producto interno. Finalmente se consideró el caso del consumo público y se observó una relación positiva entre éste y la variable dependiente.

⁶ Existe una amplia literatura (Ray, D.(1998), Bardham, P.(1995)) que intenta explicar los motivos de las mayores tasas de fertilidad en países con menores niveles de ingreso debido a múltiples factores como falta de control de la natalidad, desempleo, promiscuidad, etc.

De la regresión de panel de datos llevada a cabo se puede concluir que tanto la IED como el nivel de capital humano tienen un importante efecto sobre el crecimiento económico de los países a escala global. Los resultados obtenidos en el presente trabajo son sensibles a la muestra analizada; y hay que tener en cuenta que cuando las estimaciones se realizan por niveles de ingreso se encuentra que los resultados cambian según se trate de países con nivel de ingreso alto, medio alto, medio bajo o bajo.

En síntesis, los resultados de éste trabajo sostienen la hipótesis de que un mayor flujo de IED tiene un efecto positivo en el crecimiento económico, aportando evidencia empírica que apoya las políticas orientadas a incrementar el flujo de IED así como también las dirigidas a incrementar el stock de capital humano, factor que limita la capacidad de absorción en las economías receptoras. Por ejemplo, en función de los resultados obtenidos, una política destinada a incrementar la IED en un país en desarrollo no tendría el efecto esperado sobre la tasa de crecimiento si el capital humano no fuera adecuado. Es decir, que de acuerdo con las conclusiones a las cuales se han arribado, tanto la IED como el nivel o cantidad de capital humano son variables fundamentales a tener en cuenta al momento de realizar acciones de política económica tendientes a favorecer el crecimiento.

V – Bibliografía

- Aitken, B. y Harrison, A. (1999): "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela", *American Economic Review*, Vol. 89, pp. 605-618.
- Alfaro, L (2003): "Foreign Direct Investment and Growth: Does the sector matter?", Harvard Business School, Boston.
- Balasubramanian, V N, Salisu, M y Sapsford, D (1996): "Foreign Direct Investment and Growth in EP Countries and IP Countries", *The Economic Journal*, 106, pp. 92-105.
- Barrios, S (2000): "Are There Positive Spillovers from Foreign Direct Investment? Evidence from the Spanish Experience (1990-1994)", mimeo, University of Manchester.
- Barrios, S, Dimelis, S, Louri, H y Strobl, E (2002): "Efficiency Spillovers from Foreign Direct Investment in the EU Periphery: A Comparative Study of Greece, Ireland and Spain", FEDEA Discussion Paper N° 2002-02.
- Barro, R J y Lee J-W (2000): "International comparisons of Educational Attainment. Updates and implications", Harvard University, Manuscript.
- Bengoa, M y Sánchez- Robles (2003) "Does Foreign Direct Investment promote growth? Recent evidence from Latin America", Universidad de Cantabria.
- Blomström, M y A Kokko (1996): "Multinational Corporations and Spillovers", Working Paper Series in Economics and Finance N°99, Stockholm School of Economics.
- Blomström M, Lipsey R y Zejan M (1992): "What Explains Developing Country Growth?", NBER Working Paper, N°4132.
- Blomström, M y Person H (1983): "Foreign Investment and Spillover Efficiency in an Underdeveloped Economy: Evidence from the Mexican Manufacturing Industry", *World Development*, Vol. 11, pp. 493-501.
- Blomström, M y Sjöholm F (1998): "Technology Transfer and Spillovers: Does Local Participation with Multinationals Matter?", Working Paper Series in Economics and Finance N° 268, Stockholm School of Economics.
- Blomström, M y Wolf E (1994): "Multinational Corporations and Productive Convergence in Mexico", in W. Baumol, R. Nelson and E. Wolff (eds.), *Convergence of productivity. Cross-national studies and historical evidence*, Oxford University Press.
- Borensztein, De Gregorio y Lee (1998): "How does Foreign Direct Investment affect Economic Growth?" *Journal of International Economics* 45: 115-35.
- Cantwell, J (1989): *Technological Innovation and Multinational Corporations*, Oxford; Basil Blackwell.
- Castellani, D y Zanfei A (2001): "Productivity Gaps, Inward Investments and Productivity of European Firms", mimeo, University of Urbino, Italy.
- Caves, R. (1974), "Multinational Firms, Competition, and Productivity in Host-Country Markets", *Economica*, Vol. 41, pp. 176-193.
- Chudnovsky D, López A y Rossi G (2003): "Foreign Direct Investment Spillovers and the Absorption Capabilities of Domestic Firms in the Argentine Manufacturing Sector in the 90s", paper prepared for the first Globelics conference, Rio de Janeiro.
- De Gregorio, J (1992): "Economic Growth in Latin American". *Journal of Development Economics* 39, pp. 59-83.
- De Mello, L (1999): "Foreign Direct Investment Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data", *Oxford Economic Papers* 51, pp. 133-151.
- Djankov, S y Hoekman, B. (2000): "Foreign Investment and Productivity Growth in Czech Enterprises", *World Bank Economic Review*, Vol. 14, pp. 49-64.
- FMI (2004), Quinta Edición del Manual de Balanza de Pagos

- Findlay, R (1978): "Relative Backwardness, Direct Foreign Investment, and the Transfer of Technology: A Simple Dinamic Model", Quarterly Journal of Economics, Vol. 92, pp. 1-16.
- Fry, M J (1992): "Foreign Direct Investment in a Macroeconomic Framework: Finance, Efficiency, Incentives and Distortions", PRE Working Paper, Washington, DC: The World Bank.
- Girma, S, Greenway D. y Wakelin K. (2000): "Who Benefits from Foreign Direct Investment in the UK?", Paper presented at the Royal Economic Society Annual Conference, St. Andrews.
- Globerman, S. (1979), "Foreign Direct Investment and Spillover Efficiency Benefits in Canadian Manufacturing Industries", Canadian Journal of Economics, Vol. 12, pp. 42-56.
- Haddad, M. y Harrison A (1993): "Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment? Evidence from Panel Data for Morocco", Journal of Development Economics, Vol. 42, pp. 51-74.
- Haskel, J E, Pereira SC y Slaughter MJ (2002): "Does Inward Foreign Direct Investment Boost the Productivity of Domestic Firms?", NBER Working Paper Series, Working Paper 8724.
- Jones, C (1995): "R&D-based Models of Economic Growth", Journal of Political Economy, 103 (3), pp. 759-784.
- Kathuria, V (2000): "Productivity Spillovers from Technology Transfer to Indian Manufacturing Firms", Journal of International Development, Vol. 12, pp. 343-369.
- Kinoshita, Y (2000): "R&D and Technology Spillovers through FDI: Innovation and Absorptive Capacity", CEPR Discussion Paper DP2775.
- Kokko, A (1994): "Technology, Market Characteristics, and Spillovers", Journal of Development Economics, Vol. 43, pp. 279-293.
- Kokko, A, Tansini R y Zejan M (1996): "Local Technological Capability and Productivity Spillovers from FDI in the Uruguayan Manufacturing Sector", Journal of Development Studies, Vol. 32, pp. 602-611.
- Konings, J (2000): "The Effects of Foreign Direct Investment on Domestic Firms: Evidence from Firm Level Panel Data in Emerging Economies", Economics of Transition, Vol. 9, pp. 619-633.
- Kugler, M (2000): "The Diffusion of Externalities from Foreign Direct Investment: Theory Ahead of Measurement", mimeo, Department of Economics, University of Southampton.
- Kumar N y Pradhan JP (2002): "Foreign Direct Investment, Externalities and Economic Growth in Developing Countries: Some Empirical Explorations and Implications for WTO Negotiations on Investment", RIS Discussion Paper 27. Research and Information System for the Non-aligned and Other Developing Countries, New Delhi.
- Malley, J y T. Moutos (1994): "A Prototype Macroeconomic Model of Foreign Direct Investment", Journal of Development Economics, 43, 295-315.
- Nadiri, M (1991): "Innovations and Technological Spillovers", mimeo, New York University.
- Rodrik, D (1999): "The New Global Economy and Developing Countries: Making Openess Work, Overseas Development Council, Policy Essay N°24, and Washington D.C.
- Romer, P (1993): "Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development", Journal of Monetary Economics, vol. 32, Simon Graduate School of Business, Rochester, pp. 543-574.
- Schoors, K y Van der Tol (2002), B: "Foreign Direct Investment Spillovers Within and Between Sectors: Evidence from Hungarian Data", Ghent University, Working Paper 2002/157.

- Singh, R D (1988): "The Multinationals Economic Penetration, Growth, Industrial Output, and Domestic Savings in Developing countries: Another Look", *The Journal of Development Studies*, 25(1): 55-82.
- Tansini, R y Zejan M (1998): "Estímulos a la Inversión Extranjera Directa sobre Empresas Nacionales", Working Paper N° 15/98, Universidad de la República, Montevideo.
- World Development Bank (2002): "World Development Indicators", Communications Development Corporation Incorporated, Washington.
- Xu, B (2000): "Multinational enterprises, technology diffusion, and host country productivity growth", *Journal of Development Economics*, 62: 477-493.

Capítulo I

Inversión extranjera directa y empresas transnacionales en América Latina y el Caribe

A. Introducción

En 2007, la inversión extranjera directa (IED) en América Latina y el Caribe llegó a 105.925 millones de dólares, cifra que representa un volumen sin precedentes en la región y un crecimiento del 46% respecto del año anterior (véase el gráfico I.1). El incremento se registró sobre todo en América del Sur, aunque las inversiones en México y la Cuenca del Caribe también aumentaron considerablemente.

Pese a que las corrientes de inversión latinoamericana en el exterior se redujeron en comparación con el auge verificado en 2006, ascendieron a 20.619 millones de dólares, un resultado superior a los de 2004 y 2005. En 2007 el principal país inversionista fue Brasil.

En este capítulo se analiza el desempeño de los países de América Latina y el Caribe como destino de inversiones (sección C) y como inversionistas

internacionales (sección D) en 2007. El análisis se basa en los datos de la balanza de pagos e información sobre las actividades y estrategias de las principales empresas transnacionales y regionales. En la sección B se presenta un breve panorama de las corrientes de IED en el mundo en 2007, como contexto de la situación latinoamericana.

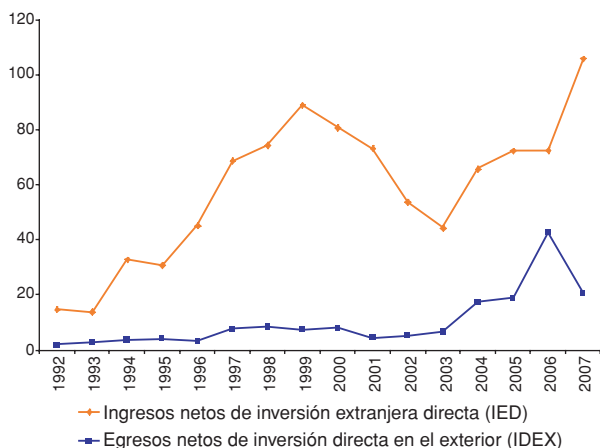
B. Contexto mundial

Según estimaciones preliminares, las corrientes mundiales de IED en 2007 habrían ascendido a 1,8 billones de dólares.¹ Este resultado representa un

crecimiento del 36% con respecto al año anterior y el mayor volumen de IED en la historia, pues supera el auge registrado en 2000.

¹ Estimación realizada por extrapolación sobre la base de los datos trimestrales disponibles al 30 de abril de 2008.

Gráfico I.1
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CORRIENTES DE INVERSIÓN
 EXTRANJERA DIRECTA Y DE INVERSIÓN DIRECTA EN EL
 EXTERIOR, 1993–2007^{ab}**
 (En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estimaciones sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

^a Las cifras de IED corresponden a las entradas de inversión extranjera directa, descontadas las desinversiones realizadas por los inversionistas extranjeros. Las cifras de inversión directa en el exterior corresponden a las inversiones realizadas en el exterior por residentes, descontadas las retiradas de inversión en el exterior realizadas por estos mismos inversionistas. En las cifras de IED no se consideraron las corrientes recibidas por los principales centros financieros del Caribe. En las cifras de inversión directa en el exterior no se consideraron las corrientes con origen en estos centros financieros.

^b Estos datos difieren de los del *Estudio económico de América Latina y el Caribe* y del *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, publicados en julio y diciembre de 2007, respectivamente, por cuanto en estos se presenta el saldo neto de la inversión extranjera, es decir, la inversión directa en la economía declarante (IED) menos la inversión directa en el exterior.

Pese a la crisis del mercado de hipotecas de riesgo de Estados Unidos que sacudió a los mercados de crédito y derivó en una menor disponibilidad de capital a bajo costo, las fusiones y adquisiciones transfronterizas continuaron aumentando y en 2007 registraron niveles sin precedentes, tanto respecto del número como de los montos correspondientes (véase el recuadro I.1). De hecho, además de un primer semestre muy dinámico, la resistencia de la economía mundial ante la crisis del mercado hipotecario de Estados Unidos, el dinamismo de otras regiones, el mantenimiento de altos niveles de demanda de recursos naturales y la diversidad de fuentes de capital aseguraron el crecimiento de la IED durante el año.

De acuerdo con datos preliminares, el mayor receptor mundial de IED fue Estados Unidos, seguido por Reino Unido. Los países desarrollados recibieron el 70% de la inversión, los países en desarrollo el 25% y las economías en transición el 6% restante. El mayor receptor entre los países en desarrollo y transición fue China, seguida de Hong Kong (región administrativa especial de China), Rusia y Brasil. La región de América Latina y el Caribe (incluidos los principales centros financieros) registró el mayor incremento en la IED respecto del año anterior en términos porcentuales —un 39%, en comparación con un promedio del 17% en los países en desarrollo, y un 46% si se excluyen

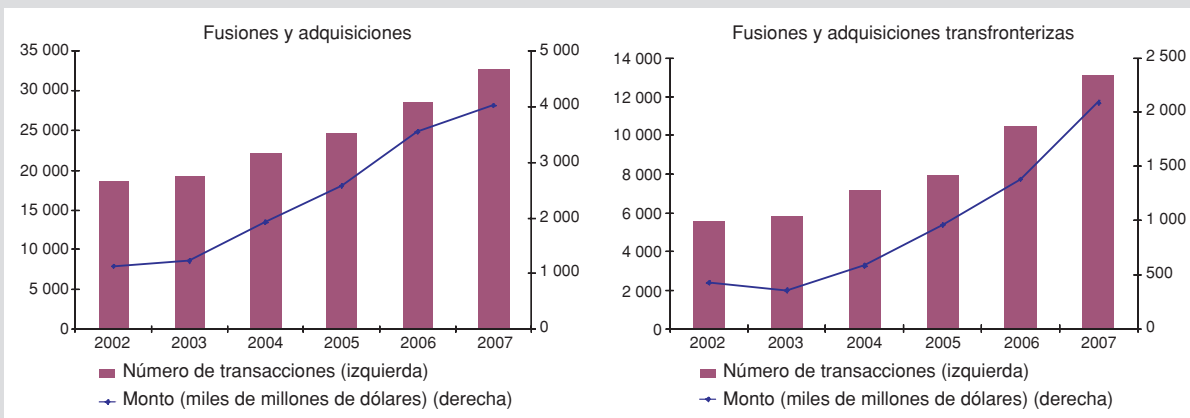
Recuadro I.1
RADIOGRAFÍA DE LAS PRINCIPALES FUSIONES Y ADQUISICIONES MUNDIALES EN 2007

En 2007 se registró una vez más un incremento de las fusiones y adquisiciones, que llegó a niveles sin precedentes a nivel mundial, tanto respecto del número de transacciones como del valor total. Mientras la tasa de crecimiento del número y valor de las fusiones y adquisiciones sufrió una inflexión en 2007, la de las fusiones transfronterizas se mantuvo. De

hecho, la importancia de las operaciones transfronterizas ha aumentado respecto del monto y el volumen de las fusiones y adquisiciones mundiales.

Las transacciones realizadas por fondos de capital privado siguieron creciendo, pero a un ritmo menor que en los años anteriores. La merma del ritmo de crecimiento de las adquisiciones por

fondos de capital privado se observó sobre todo a partir del segundo semestre, debido a que se revirtieron los factores que las habían impulsado en años anteriores. Como resultado indirecto de la crisis del mercado de créditos de riesgo en Estados Unidos, se observaron un mayor conservadurismo y una retracción de los créditos a bajo costo (Fortune, 2007b).



Recuadro I.1 (continuación)

El número de adquisiciones transfronterizas por más de 10.000 millones de dólares anunciadas en 2007 aumentó con respecto a 2006. Con pocas excepciones, las empresas adquirentes y adquiridas en las 25 operaciones de esta magnitud anunciadas en 2007 (véase el cuadro) proceden de países desarrollados. Las empresas de América Latina y el Caribe

no fueron compradoras ni compradas en estas megatransacciones, como había ocurrido en 2006. No obstante, las mayores operaciones mundiales —en especial la compra de ABN Amro (Países Bajos), Endesa (España) y Alcan (Canadá)— provocaron cambios patrimoniales importantes en la región, donde las empresas compradas son algunas de las principales empresas

transnacionales de América Latina y el Caribe.

Las operaciones anunciadas antes de 2007 y concluidas durante el año incluyen dos compras importantes realizadas por empresas de países en desarrollo: la adquisición de Rinker (Australia) por Cemex (México) y de Corus Steel (Reino Unido) por Tata Steel (India).

ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS POR MÁS DE 10.000 MILLONES DE DÓLARES, ANUNCIADAS O CONCLUIDAS EN 2007^a
(En millones de dólares)

Empresa o activo adquiridos	País de la empresa o de los activos adquiridos	Empresa adquirente	País de la empresa adquirente	Valor anunciado	Sector
Operaciones anunciadas en 2007					
ABN AMRO Holding NV	Países Bajos	Fortis, Banco Santander, Royal Bank of Scotland	Bélgica, España, Reino Unido	100 028	Banca
Endesa S.A.	España	Acciona, Enel	España, Italia	53 303	Electricidad
Alcan Inc.	Canadá	Rio Tinto Plc.	Reino Unido	42 934	Metales–Aluminio
Bell Canadá Enterprises (BCE Inc.)	Canadá	Providence Equity Part., Ontario Teachers' Pension Plan, Madison Dearborn, Merrill Lynch	Canadá y Estados Unidos	42 435	Telecomunicaciones
Alliance Boots Limited	Reino Unido	KKR & Co.	Estados Unidos	23 351	Farmacias
ABN AMRO North America	Estados Unidos	Bank of America Corp.	Estados Unidos	21 000	Banca
Altadis SA	España	Imperial Tobacco Group Plc.	Reino Unido	20 476	Tabaco
Rodamco Europe NV	Países Bajos	Unibail–Rodamco	Francia	18 605	Diversificado
Hanson Plc.	Reino Unido	Heidelbergcement AG	Alemania	18 289	Materiales de construcción
Thomson Reuters Plc.	Reino Unido	Thomson Corp.	Canadá	18 199	Medios
Koninklijke Numico NV	Países Bajos	Groupe Danone	Francia	16 473	Alimentos
Intelsat	Bermuda	BC Partners Ltd.	Reino Unido	16 430	Telecomunicaciones
Imperial Chemical Inds.	Reino Unido	Akzo Nobel	Países Bajos	16 059	Química
Mol Hungarian Oil and Gas	Hungría	OMV Ag.	Austria	15 938	Hidrocarburos
Activos de Electricidad	España, Italia	EON	Alemania	15 786	Electricidad
OCI Cement Group	Egipto	Lafarge S.A.	Francia	14 998	Materiales de construcción–Cemento
Medimmune Inc.	Estados Unidos	Astrazeneca Plc.	Reino Unido	14 668	Farmacéutica
Organon Biosciences	Países Bajos	Schering–Plough Corp.	Estados Unidos	14 504	Farmacéutica
Banca Antonveneta Spa	Italia	Banca Monte dei Paschi Siena	Italia	13 214	Banca
Hutchison Essar Ltd.	India	Vodafone Group Plc.	Reino Unido	13 100	Telecomunicaciones

Recuadro I.1 (conclusión)					
Empresa o activo adquiridos	País de la empresa o de los activos adquiridos	Empresa adquirente	País de la empresa adquirente	Valor anunciado	Sector
Operaciones anunciadas en 2007					
AGF Assur. Gen. de France	Francia	Allianz SE-Reg	Alemania	11 788	Seguros
GE Plastics	Estados Unidos	Saudi Basic Industries Corp.	Arabia Saudita	11 600	Química-plásticos
Trane Inc.	Estados Unidos	Ingersoll-Rand Co. Ltd.	Bermuda	11 202	Productos de construcción
Alinta Ltd.	Australia	BNB & SP Consortium (Singapore Power, Babcock & Brown)	Singapur, Australia	10 518	Distribución de gas
Kelda Group	Reino Unido	Citigroup, GIC Special Investments, HSBC Holdings, Prudential	Singapur, Estados Unidos, Reino Unido	10 333	Agua
Operaciones anunciadas antes de 2007 y concluidas en 2007					
Scottish Power Plc.	Reino Unido	IBERDROLA S.A.	España	27 234	Electricidad
Gallaher Group Plc.	Reino Unido	Japan Tobacco Inc.	Japón	19 020	Tabaco
Rinker Group Ltd.	Australia	Cemex	México	14 627	Cemento/materiales construcción
Corus Group Plc.	Reino Unido	Tata Steel Ltd.	India	12 780	Acero
Keyspan Corp.	Estados Unidos	National Grid Plc.	Reino Unido	11 283	Distribución de gas
Euronext NV	Países Bajos	NYSE Euronext	Estados Unidos	10 434	Servicios financieros
<p>Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg y <i>Fortune</i>, "Why the private equity bubble is bursting", 20 de agosto de 2007.</p> <p>Nota: Los datos sobre fusiones y adquisiciones se refieren a las operaciones, concluidas o pendientes, anunciadas cada año. Los montos no necesariamente se refieren al número de transacciones observadas por cuanto el valor de algunas operaciones no es dado a conocer al público.</p>					

los centros financieros. La región recibió un 7% de las corrientes mundiales de inversión.²

La relación entre la IED y el producto interno bruto (PIB) de las economías en desarrollo ha aumentado progresivamente desde el inicio de los años noventa. Con excepción de Europa Sudoriental y la Comunidad de Estados Independientes, esta relación se sitúa alrededor del 3,6%. En ese sentido, la IED recibida

por América Latina y el Caribe, medida en términos del PIB, aumentó en 2007 por primera vez desde 2004 (véase el gráfico I.2).

En cuanto al origen de la inversión, el principal país inversionista a nivel mundial en 2007 fue Estados Unidos. Las transacciones de América del Norte, Europa y Japón representan el 85% de la inversión.

² Para asegurar la comparabilidad con otras regiones, los datos sobre América Latina y el Caribe mencionados en esta sección incluyen los principales centros financieros del Caribe. Esto explica la diferencia entre los montos referentes a la región publicados en esta sección y los montos publicados en las demás secciones de este capítulo. No obstante, las principales tendencias identificadas se aplican igualmente a los datos que excluyen a los principales centros financieros. Bermuda no ha sido considerada en ninguna de las dos definiciones, por haber sido incluida por la UNCTAD, a partir de 2007, en la categoría de países desarrollados.

El volumen de inversiones directas en el exterior de los países en desarrollo y transición continuó aumentando hasta alcanzar cifras sin precedentes en 2007, aunque su participación en los volúmenes globales cayó (véase el gráfico I.3). Mientras que en los años noventa se

destacaron como inversionistas los países asiáticos, en los últimos años han cobrado importancia inversionistas de otras regiones, entre ellos, Rusia, Brasil y México. Las inversiones de Asia siguen siendo, no obstante, las más cuantiosas entre los países en desarrollo.

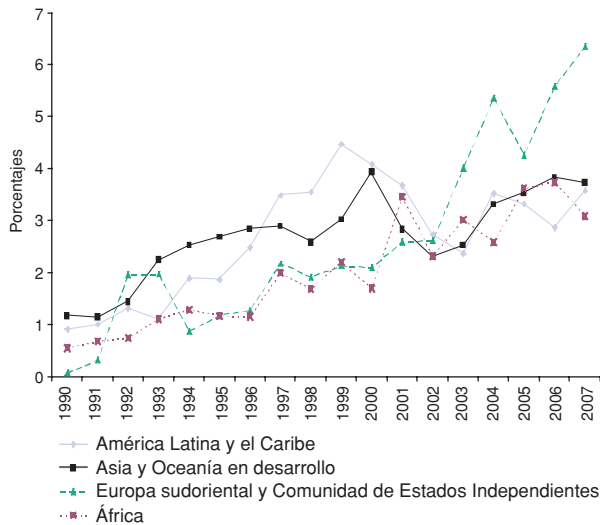
Cuadro I.1
DISTRIBUCIÓN MUNDIAL DE LAS ENTRADAS NETAS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN EL MUNDO, POR GRUPOS DE PAÍSES RECEPTORES, 1992–2007
 (En miles de millones de dólares)

	1993–1997 ^a	1998–2002 ^a	2003–2007 ^{ab}	2006	2007 ^b	Porcentaje de cambio, 2006–2007 ^b
Total mundial	340 593	934 825	1 067 010	1 305 852	1 777 183	36
Países desarrollados	207 908	713 359	692 663	857 499	1 235 459	44
Países en desarrollo	126 943	210 505	319 533	379 070	442 548	17
América Latina y el Caribe ^c	38 820	83 849	82 957	83 753	116 009	39
Europa Sudoriental y Comunidad de Estados Independientes	5 741	10 961	54 814	69 283	99 176	43

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales; Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *World Investment Report, 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, Ginebra, 2007. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.07.II.D.9; y estimaciones para el 2007 sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del World Investment Service del Economist Intelligence Unit (EIU), disponibles al 30 de abril de 2008.

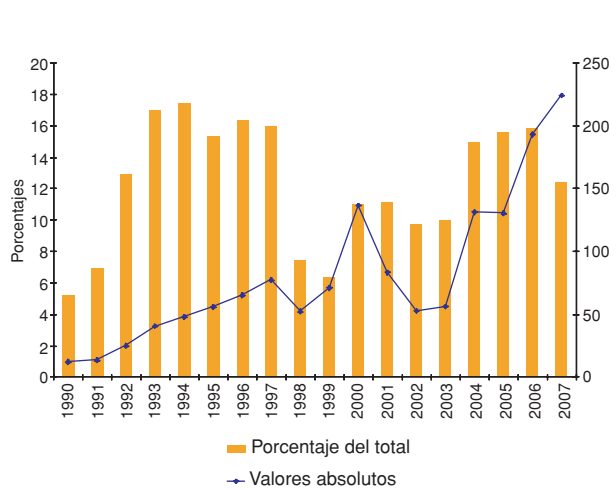
- ^a Promedios anuales.
- ^b Cifras preliminares.
- ^c Incluye centros financieros.

Gráfico I.2
INGRESOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA COMO PROPORCIÓN DEL PIB, REGIONES EN DESARROLLO, 1990–2007
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales; Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *World Investment Report, 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, Ginebra, 2007. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.07.II.D.9; y estimaciones para el 2007 sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del World Investment Service del Economist Intelligence Unit (EIU), disponibles al 30 de abril de 2008.

Gráfico I.3
INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR PROVENIENTE DE PAÍSES EN DESARROLLO Y ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN, 1990–2007
 (En miles de millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales; Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *World Investment Report, 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, Ginebra, 2007. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.07.II.D.9; y estimaciones para el 2007 sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del World Investment Service del Economist Intelligence Unit (EIU), disponibles al 30 de abril de 2008.

En síntesis, según datos preliminares las corrientes mundiales de inversión extranjera directa llegaron a un nuevo auge en 2007. América Latina y el Caribe fue la región en desarrollo donde la IED creció más

en términos relativos. En las secciones siguientes se analiza el desempeño de la región como receptora de inversiones e inversionista.

C. Ingresos de IED y empresas transnacionales en América Latina y el Caribe

1. Evolución y características de las corrientes de IED hacia América Latina y el Caribe en 2007

América Latina y el Caribe excluyendo los centros financieros recibió 105.925 millones de dólares en ingresos de inversión extranjera en 2007 (véase el gráfico I.4). Esta cifra representa un incremento del 46% con respecto al año anterior y el volumen más alto de IED desde 1999, año en el cual fueron determinantes los ingresos recibidos como resultado de las privatizaciones.³

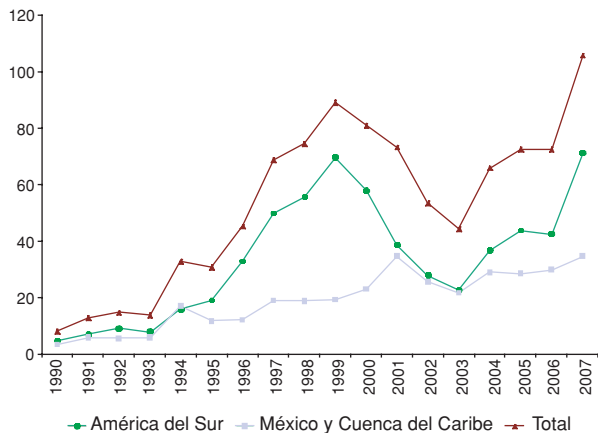
El aumento de las corrientes mundiales de IED a nivel internacional descrito anteriormente, el buen desempeño macroeconómico de la región y las perspectivas del mantenimiento de los altos niveles de precios de los productos básicos fueron algunos de los principales factores que contribuyeron al notable

incremento de las inversiones en América Latina y el Caribe y en particular en América del Sur.

Gran parte de la IED recibida por México y la Cuenca del Caribe se ha destinado al sector de manufacturas para atender al mercado estadounidense, por lo cual esta última subregión sería más vulnerable a una desaceleración en la economía de este país. No obstante, como se verá más adelante, el hecho de que la economía estadounidense haya registrado un crecimiento relativamente alto en los tres primeros trimestres del año, entre otros factores, contribuyó a que en el corto plazo no se produjera una disminución sustancial de la IED en estos sectores.

³ Se observará que en este informe las estadísticas de algunos países difieren de los datos publicados en la edición anterior. Esto se debe a las actualizaciones de datos habituales según la forma en que se hacen los registros de inversiones (algunos, por ejemplo, se efectúan después de la fecha de realización efectiva de las inversiones) y a cambios en las metodologías adoptadas para cuantificar las inversiones. En 2007, se llevaron a cabo en Ecuador algunas modificaciones sobre la base de recomendaciones de la misión de asistencia técnica del FMI en materia estadística. Es así que pasaron a registrarse en el rubro “Otro capital de IED” las corrientes de deudas externas entre empresas relacionadas en términos netos, que antes se registraban en términos brutos. Además, la Dirección Nacional de Hidrocarburos dejó de ser la fuente de estos datos, que ahora se toman de los registros administrativos de endeudamiento externo del Banco Central del Ecuador. Al momento de redactar este informe, estaban pendientes la estimación de las utilidades reinvertidas y los dividendos distribuidos para los sectores petrolero, mercantil y financiero, la consideración como IED de algunas inversiones en acciones y participaciones en los sectores mercantil y financiero y la estimación de corrientes de inversión en el exterior (Banco Central del Ecuador, 2007). Como resultado de los esfuerzos para mejorar las estadísticas macroeconómicas, en Honduras también se cambió la metodología de cálculo de la IED. En particular, se comenzaron a incluir las inversiones extranjeras en actividades de maquila en el rubro de inversión extranjera directa de la balanza de pagos (Banco Central de Honduras, 2007a). En lo que se refiere a México, como resultado del Decreto para el Fomento de la Industria manufacturera, maquiladora y de servicios de exportación (IMMEX) publicado el 1° de noviembre de 2006, que integró el programa de fomento y operación de la industria maquiladora de exportación y el Programa de importación temporal para producir artículos de exportación (PITEX), en las estadísticas de inversión extranjera se eliminó la distinción entre empresas maquiladoras y el resto de las empresas. La IED reportada en el rubro “importaciones de activo fijo realizadas por empresas maquiladoras con inversión extranjera” se ha integrado en el rubro “cuentas entre compañías”. No obstante, estos cambios no han alterado los montos totales de inversión extranjera registrados en la balanza de pagos.

Gráfico I.4
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS NETOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA POR SUBREGIÓN, 1990–2007^a
 (En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estimaciones sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

^a No se incluyen los principales centros financieros. Estos datos difieren de los del *Estudio económico de América Latina y el Caribe* y del *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, publicados en julio y diciembre de 2007, respectivamente, por cuanto en estos se presenta el saldo neto de la inversión extranjera, es decir, la inversión directa en la economía declarante (IED) menos la inversión directa en el exterior.

Al considerar a los países individualmente, los mayores receptores de IED en la región en 2007 fueron Brasil, que recibió 34.585 millones de dólares, México (23.230 millones de dólares) y Chile (14.457 millones de dólares). Estos fueron también los países en los cuales la IED aumentó más en términos absolutos (15.803, 4.019, 7.100 millones de dólares, respectivamente) y que explican una gran parte del alza de la IED en la región (véase el cuadro I.2). En términos relativos, los países en que la IED creció más fueron El Salvador, Chile y Brasil.⁴

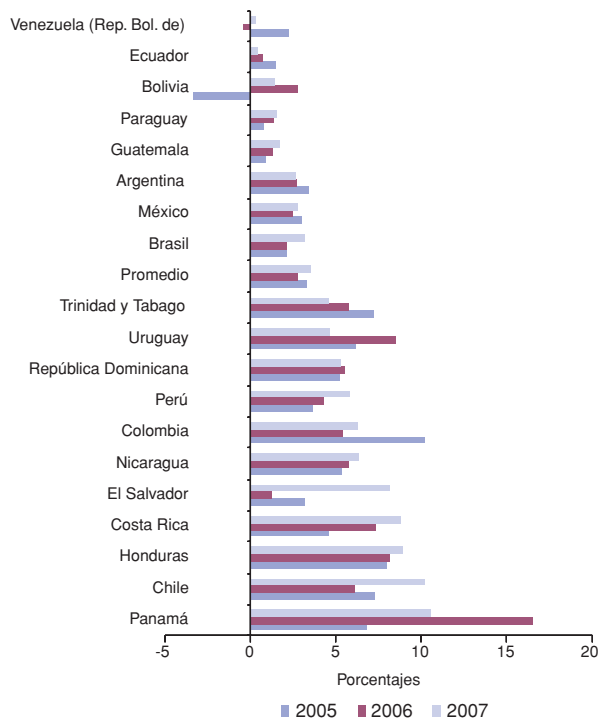
Excluyéndose Bahamas (donde las corrientes se vinculan sobre todo con su carácter de centro financiero), los mayores receptores de IED en términos del PIB fueron los países de Centroamérica. El caso de este último llama la atención por estar entre los mayores receptores de IED tanto en valores absolutos como en términos del PIB (véase el gráfico I.5).⁵

La relación media entre la IED y el PIB en la región en 2007 fue de un 3,6%, que representa un aumento respecto de los últimos tres años. En razón

del crecimiento de la región, este nivel es inferior al alcanzado en los años noventa, pese a que los montos totales de IED han sobrepasado los recibidos en aquel momento. Por otra parte, este porcentaje es significativamente superior a los niveles cercanos al 1% registrados al inicio de la década de 1990 (véase el gráfico I.2)

Las estadísticas nacionales disponibles no permiten llegar a conclusiones precisas respecto de la evolución de cada tipo de inversión —reversiones, nuevas inversiones, deuda entre matrices y filiales, otras— a nivel regional. A nivel de cada país, entre

Gráfico I.5
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): RELACIÓN ENTRE INGRESOS NETOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y PIB, 2005–2007^a
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales de IED disponibles al 30 de abril de 2008, y datos y proyecciones del PIB del Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook Database, octubre de 2007.

^a La proporción se calcula a partir de la IED de cada año y el promedio móvil de tres años respecto del PIB.

⁴ En el caso de Brasil, es interesante notar que, a diferencia de otros años de grandes alzas en la IED recibida, en 2007 el incremento no estuvo ligado a una operación única, sino al aumento de la inversión en una gran variedad de sectores. Entre estos, se destacan la minería, la metalurgia, los servicios financieros y una categoría de “actividades de sedes de empresas y consultoría en gestión de empresas” (Banco Central del Brasil, 2008). El cuadro I–A–1 del anexo contiene una serie de datos de IED recibida por país de destino.

⁵ En los datos presentados en esta sección no se incluyen los principales centros financieros del Caribe —Antillas Neerlandesas, Bermudas, Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas—, donde la mayor parte de la IED recibida está vinculada con el papel de estos territorios como centros financieros. En cambio, se incluyen Bahamas y Barbados, que reciben inversiones sustanciales en turismo, servicios extraterritoriales y otros. Cuando se habla de Bahamas y Barbados como fuente de inversión recibida por el resto de la región, se incluye a estos territorios en la categoría de centros financieros.

los principales receptores se observa que en Brasil la mayor parte del alza de la IED recibida corresponde a participaciones en el capital de empresas, en México a nuevas inversiones y en Chile, de forma bastante equitativa, entre participaciones en capital, reinversión de utilidades y otro capital (que incluye endeudamiento).

Los datos sobre adquisiciones de empresas y activos en América Latina y el Caribe por empresas extranjeras sugieren que estas aumentaron con respecto

a 2006 pero en menor medida que los ingresos de IED, pese a un fuerte aumento de las grandes transacciones (véase el recuadro I.2). Sumado a la fuerte presión por la expansión física de la producción de recursos naturales para atender la demanda mundial y el aumento de la demanda local de bienes y servicios (véase la subsección 3) en 2007, esto indicaría que la mayor parte del crecimiento de la IED corresponde a inversiones en nueva capacidad productiva.

Cuadro I.2
INGRESOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, POR PAÍS RECEPTOR, 1993–2007
(En millones de dólares y porcentajes)

	1993–1997 ^a	1998–2002 ^a	2003–2007 ^a	2006	2007	Diferencia 2006–2007	Diferencia 2006–2007 (en porcentajes)
Brasil	8 015	26 463	19 345	18 782	34 585	15 803	84
México	10 681	18 946	20 594	19 211	23 230	4 019	21
Chile	3 332	5 000	8 056	7 358	14 457	7 100	96
Colombia	2 410	2 290	6 094	6 464	9 028	2 565	40
Argentina	5 629	9 202	4 360	5 037	5 720	683	14
Perú	2 443	1 539	2 864	3 467	5 343	1 876	54
Costa Rica	343	552	1 082	1 469	1 889	420	29
Panamá	502	651	1 429	2 574	1 825	-749	-29
República Dominicana	266	997	1 160	1 459	1 698	239	16
El Salvador	22	448	555	219	1 526	1 305	597
Uruguay	135	233	775	1 399	879	-520	-37
Trinidad y Tabago	510	736	892	883	830	-53	-6
Honduras	65	259	608	674	816	142	21
Venezuela (Rep. Bol. de)	2 111	3 408	1 234	-590	646	1 236	...
Bahamas	91	160	463	706	580 ^b	-126	-18
Guatemala	89	325	280	354	536	182	51
Nicaragua	100	235	262	282	335	53	19
Ecuador	545	870	530	271	179	-92	-34
Bolivia	370	814	86	278	164	-114	-41
Paraguay	140	127	74	110	142 ^b	32	29
Belice	26	36	84	100	92 ^b	-8	-8
Otros Caribe (estimación)	518	1 017	1 469	2 079	1 425	-654	-31
América del Sur	25 131	49 946	43 417	42 574	71 143	28 568	67
México y la Cuenca del Caribe	13 211	24 364	28 838	30 010	34 782	4 772	16
Total	38 342	74 310	72 254	72 585	105 925	33 340	46

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estimaciones sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

^a Promedios anuales.

^b Extrapolación sobre la base de datos al tercer trimestre.

Recuadro I.2
LAS MAYORES TRANSACCIONES TRANSFRONTERIZAS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN 2007^a

El número de grandes adquisiciones transfronterizas en América Latina y el Caribe aumentó en 2007, como reflejo del incremento de este tipo de transacciones en el mundo (véase el recuadro I.1). De 20 operaciones de más de 500 millones de dólares registradas en 2006 se pasó a 30 operaciones en 2007 (véase el cuadro).

Entre estas 30 operaciones se destacaron los sectores de acero, infraestructura y servicios públicos y servicios financieros. Brasil fue el principal destino de las grandes inversiones (11 de las 30), aunque México fue el destino de tres de las cinco mayores transacciones. El origen de los inversionistas en estas grandes

transacciones fue muy diversificado, con empresas adquirentes provenientes de 14 países, entre los que se destacan Estados Unidos, Canadá y España. Las empresas translatinas realizaron cuatro de las 30 grandes transacciones, en los sectores de acero, servicios para la industria petrolera, comercio minorista y petroquímica (véase la sección D).

Recuadro I.2 (continuación)

**ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS DE ACTIVOS Y EMPRESAS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE,
POR MÁS DE 500 MILLONES DE DÓLARES, ANUNCIADAS O CONCLUIDAS EN 2007^a**
(En millones de dólares)

Empresa o activo adquiridos	País de la empresa o de los activos adquiridos	Empresa adquirente	País de la empresa adquirente	Vendedor	País del vendedor	Valor anunciado	Sector	
Operaciones de entrada o cambio de titularidad entre empresas extranjeras								
Operaciones anunciadas en 2007								
1	Concesiones viarias	México	Consortio Goldman Sachs/ICA	Estados Unidos/México	Gobierno de México	México	4 021	Infraestructura-carreteras
2	Grupo Imsa	México	Ternium	Argentina			3 187	Acero
3	RBTT Financial Holdings	Trinidad y Tabago	Royal Bank of Canada	Canadá	Varios	Trinidad y Tabago	2 187	Servicios financieros
4	ArcelorMittal Inox Brasil (antigua Acesita)	Brasil	ArcelorMittal	Luxemburgo/India			1 808	Acero
5	Activos de electricidad y gas	México	Gas Natural SDG	España	Électricité de France, Mitsubishi	Francia, Japón	1 448	Electricidad
6	Serasa SA	Brasil	Experian Group	Irlanda	Bradesco, Itaú, ABN Amor, Santander, HSBC, Unibanco	Brasil, Reino Unido, Países Bajos, España	1 191	Servicios financieros
7	MMX Minas-Rio	Brasil	Anglo American	Reino Unido	MMX Mineração, Centennial	Brasil	1 150	Acero
8	Negocios tabacaleros en México	México	Altria Group	Estados Unidos	Grupo Carso	México	1 100	Tabaco
9	Atacadão	Brasil	Carrefour	Francia			1 100	Comercio minorista
10	Negocios caribeños	Varios Caribe	Marubeni	Japón	Mirant	Estados Unidos	1 082	Electricidad
11	Negocios de perforación y E&P	Argentina y otros	GP Investments	Brasil	Pride International	Estados Unidos	1 000	Servicios a la industria petrolera
12	5 centros comerciales	Brasil	Brookfield Asset Management	Canadá	Malzoni Investment Group	Brasil	963	Bienes raíces
13	LQIF	Chile	Citigroup	Estados Unidos	Quiñenco	Chile	900	Servicios financieros
14	Negocio de cables	Chile	Nexans	Francia	Madeco	Chile	853	Metales
15	Banco del Desarrollo	Chile	Bank of Nova Scotia	Canadá	Sociedad de Inversiones, Crédito agrícola, Intesa São Paulo	Chile, Francia, Italia	810	Servicios financieros
16	Franquicias de 1 600 restaurantes McDonalds	Varios	Restco Iberoamericana	Estados Unidos	McDonald's Corp.	Estados Unidos	700	Restaurantes
17	Chilquinta, Luz del Sur	Chile, Perú	Ashmore Energy International	Reino Unido/Estados Unidos	Public Service Enterprise	Estados Unidos	685	Electricidad
18	Adriano Ometto Participações	Brasil	Abengoa SA	España			684	Química
19	Essbio	Chile	Ontario Teachers' Pension Fund	Canadá	Southern Cross Group	Argentina	677	Servicios sanitarios
20	Afore Santander Mexicana, AFP y Cesantía Santander, Afinidad AFAP SA	México, Colombia, Uruguay	ING Group	Países Bajos	Banco Santander	España	655	Servicios financieros
21	AFP Bansander	Chile	ING Group	Países Bajos	Banco Santander	España	645	Servicios financieros
22	Grupo de Supermercados Wong	Perú	Cencosud	Chile			623	Comercio minorista
23	Generadoras de electricidad	México	AES Corporation	Estados Unidos			611	Electricidad
24	Generadoras de electricidad	Brasil	Israel Corp., DS Construction	Israel, India	CDC Group	Reino Unido	568	Electricidad

Recuadro I.2 (conclusión)

	Empresa o activo adquiridos	País de la empresa o de los activos adquiridos	Empresa adquirente	País de la empresa adquirente	Vendedor	País del vendedor	Valor anunciado	Sector
25	Tevecap	Brasil	Telefonica S.A.	España	Abril	Brasil	566	TV por cable
26	Acindar	Argentina	ArcelorMittal	Luxemburgo/India			543	Acero
27	Bolsa de Mercadorías e Futuros	Brasil	General Atlantic	Estados Unidos			534	Servicios financieros
28	Negocio de vales de alimentación	Brasil	Sodexo Alliance	Francia	VR Group	Brasil	523	Servicios de vales de alimentación
29	Activos en Venezuela (Rep. Bol. de)	Venezuela (Rep. Bol. de)	Rusoro Mining	Canadá	Gold Fields	Sudáfrica	507	Minería
30	Grupo Amanco	Brasil	Mexichem	México	Nueva Holding	Chile	500	Química, petroquímica
Operaciones anunciadas antes de 2007 y concluidas en 2007								
1	Arcelor Brasil SA	Brasil	ArcelorMittal	Luxemburgo	Arcelor	Luxemburgo	5 412	Acero
2	Grupo Cuscatlán	El Salvador	Citigroup	Estados Unidos	Corp. UBC Internacional	Costa Rica	1 510	Servicios financieros
3	Planta de Villacero	México	ArcelorMittal	Luxemburgo	Grupo Villacero	México	1 439	
4	Grupo Industrial Herraduras	México	Brown Forman	Estados Unidos			776	Bebidas-vinos/licores
Operaciones de salida de empresas transnacionales, con venta de activos/empresas a empresas locales								
1	Yacimientos Petrolíferos fiscales (14,9%)	Argentina y otros	Grupo Petersen	Argentina	Repsol YPF	España	2 235	Hidrocarburos
2	Electricidad de Caracas	Venezuela (Rep. Bol. de)	PDVSA	Venezuela (Rep. Bol. de)	AES Corporation	Estados Unidos	739	Electricidad
3	Empresas Emel	Chile	Cía General de Electricidad	Chile	PPL Corporation	Estados Unidos	660	Electricidad
4	CANTV	Venezuela (Rep. Bol. de)	Gobierno de Venezuela (Rep. Bol. de)	Venezuela (Rep. Bol. de)	Verizon	Estados Unidos	572	Telecomunicaciones
5	Solpart	Brasil	Fondos de pensión brasileños	Brasil	Telecom Italia	Italia	515	Telecomunicaciones

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg e información de prensa.

^a Las operaciones incluyen adquisiciones iniciales del 5% o más de participación en una empresa o consorcio, adquisiciones iniciales de menos del 5% pero de más de 200 millones de dólares, adquisiciones de participación adicional de cualquier monto y operaciones conjuntas mediante las cuales se crean nuevas empresas.

A pesar de las circunstancias descritas en el recuadro I.1, que llevaron a una desaceleración de la expansión de los fondos de capital privado, las adquisiciones por estos fondos en América Latina y el Caribe siguieron aumentando en 2007. Entre las principales adquisiciones transfronterizas por fondos de capital privado se destaca la actuación de Advent, General Atlantic

y Brysam, pero también la de fondos de capital privado regionales, en particular el brasileño GP Investments. También hubo un incremento en las operaciones realizadas por fondos de pensión y empresas de gestión de activos, entre los cuales se han destacado los canadienses Ontario Teachers' Pension Fund (OTTP) y Brookfield Asset Management (véase el capítulo IV).^b

Entre los factores que han estimulado el interés de estos inversionistas en América Latina están el control de las variables macroeconómicas, una mayor competitividad de las economías y el desarrollo, el desempeño de los mercados de capitales y la percepción de la necesidad de mayor diversificación de los activos.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg; *América economía*, "Ford invertirá US\$ 160 millones en Argentina", 13 de agosto de 2007; Latin Finance, "Private equity takes root", septiembre de 2007.

^a Esta sección se basa en datos extraídos del sistema de información financiera Bloomberg. Los datos sobre fusiones y adquisiciones se refieren a las operaciones, concluidas o pendientes, anunciadas cada año. No incluyen operaciones mundiales en las cuales la empresa adquirida tiene activos en América Latina y el Caribe, como por ejemplo la compra de Banco Real (una división del banco neerlandés ABN Amro) por el Banco Santander en el contexto de la compra global de ABN Amro por un consorcio en el cual participó Santander (véase el recuadro I.1).

^b Se observa una tendencia de estos inversionistas a comprar participaciones mayores y en muchos casos a adquirir el control de las empresas, por lo cual una proporción mayor de estas inversiones se registra como inversión directa.

En el gráfico I.6 se muestra la disponibilidad de estadísticas oficiales respecto del destino sectorial de la inversión extranjera en los principales países receptores de América Latina y el Caribe en 2007. Como se observa, existen importantes lagunas en los datos, que se suman a metodologías diferentes adoptadas por cada país. Estos factores restringen la comparabilidad e impiden la agregación de los datos con precisión. Súmese a esto que en algunos países se excluyen de las estadísticas sobre el destino sectorial de la IED algunas categorías de inversiones. En el caso chileno, por ejemplo, se excluyen algunos tipos de reinversiones, lo que llevaría a una subestimación importante de las inversiones en recursos naturales, ya que se estima que la mayor parte de las reinversiones de utilidades en Chile se destinan a la minería (véase la subsección 3). En Perú, por otra parte, las inversiones en el sector de hidrocarburos están clasificadas en rubros relacionados con las actividades emprendidas en la exploración, como los servicios de transporte, lo que también contribuye a subestimar la importancia de las inversiones en recursos naturales.

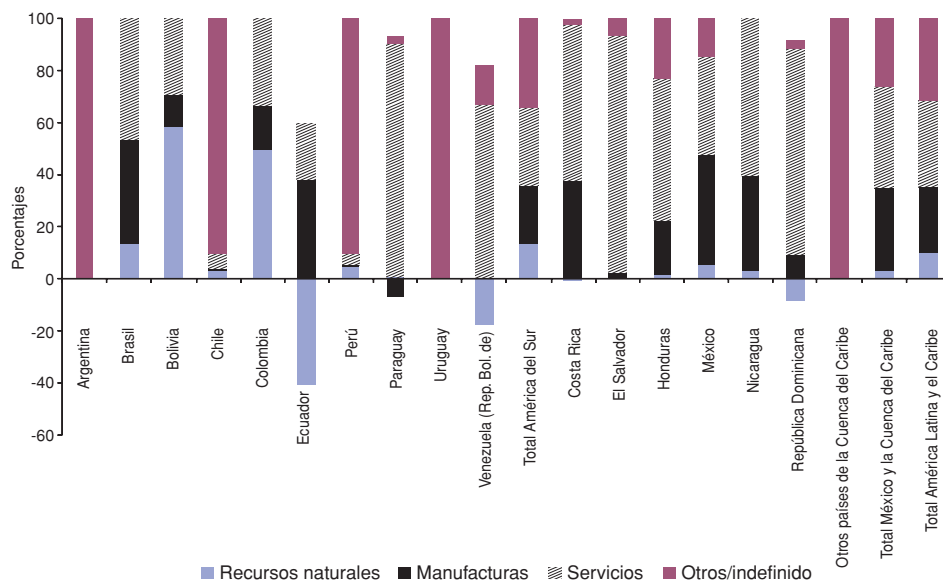
Aun así, los datos existentes permiten inferir que: i) existe una gran heterogeneidad en la distribución de la IED entre los países de la región; ii) la IED en

recursos naturales es más importante en América del Sur que en México y la Cuenca del Caribe y la IED en manufacturas es relativamente más importante en México y la Cuenca del Caribe que en América del Sur, y iii) como se ha observado en años anteriores (CEPAL, 2006, 2007a) en el agregado, y de acuerdo con los datos disponibles, la mayor parte de la inversión se destina a los servicios.⁶

En el conjunto de países para los cuales se dispone de datos, los principales inversionistas en América Latina y el Caribe fueron Estados Unidos y Países Bajos (véase el gráfico I.7). Cabe mencionar que en las inversiones de este último se incluyen también las inversiones de empresas de otros orígenes a partir de sus subsidiarias neerlandesas.⁷

Al comparar el período 2003–2007 con el período 1998–2002, se observa un cambio en la composición de los principales países inversionistas. La participación de España y Estados Unidos como inversionista en la región ha disminuido, mientras que la de los Países Bajos ha aumentado. Este cambio puede relacionarse con el fin del ciclo de privatizaciones, en el que las empresas españolas fueron particularmente activas,⁸ y a la salida de empresas transnacionales estadounidenses.

Gráfico I.6
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: SECTORES DE DESTINO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, 2007
(En porcentajes)



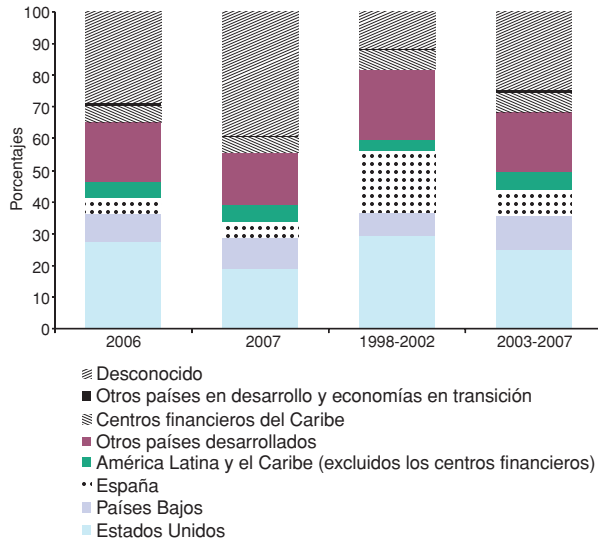
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales disponibles al 30 de abril de 2008.

⁶ Para mayor detalle sobre el destino sectorial de la IED recibida por los países de América Latina y el Caribe, véase el cuadro I-A-2 del anexo.

⁷ Para mayor detalle sobre el origen de la IED recibida por los países de América Latina y el Caribe, véase el cuadro I-A-3 del anexo.

⁸ En forma simultánea, las inversiones españolas se reorientaron hacia otras regiones y en el caso de América Latina y el Caribe hacia nuevos sectores como la construcción y el turismo (CEPAL/SEGIB, 2007).

Gráfico 1.7
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: ORIGEN DE LA INVERSIÓN
 EXTRANJERA DIRECTA, 1998–2007**
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales disponibles al 30 de abril de 2008.

La intensificación de la internacionalización de las empresas latinoamericanas ha generado mayores corrientes de inversión en el exterior de los respectivos países. La proporción de las inversiones intrarregionales en el total, representa un 10% de las inversiones recibidas por la región en 2007 (véase la sección D).

El surgimiento de China en el escenario mundial ha tenido efectos directos e indirectos en las inversiones en América Latina. En forma indirecta, los efectos más visibles son los de la demanda china en los precios de los productos básicos, que a su vez han impulsado inversiones en la minería y en los hidrocarburos. Por otra parte, el país ha sido un fuerte competidor por las inversiones manufactureras de bajo costo, generando desafíos para las inversiones en busca de eficiencia, principalmente en México y la Cuenca del Caribe. En forma directa, América Latina, entre otros destinos, ha sido una fuente de materias primas de importancia cada vez mayor debido a la necesidad del país asiático de diversificar sus fuentes de recursos. La región también se ha convertido cada vez más en un mercado para los productos chinos. No obstante, de acuerdo con las cifras oficiales, China, como otros países en desarrollo, sigue siendo un inversionista marginal en la región. Sin embargo, en varios países se han registrado inversiones a cargo de empresas provenientes de países en desarrollo, como se describe en la sección 3.

Por último, cabe mencionar que la atracción de inversión extranjera ocupa un lugar importante en la agenda de políticas de los países de la región. En el recuadro I.3 se sintetizan algunas de las medidas recientes más relevantes en términos de política para la inversión extranjera en los países de América Latina y el Caribe.

Recuadro I.3

POLÍTICAS DE ATRACCIÓN DE INVERSIÓN EXTRANJERA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE – NOVEDADES EN 2007

A partir de una breve encuesta a los organismos de promoción de inversiones de la región, se pueden identificar por un lado iniciativas que buscan (o tienen como efecto secundario) el desarrollo de mayores atractivos para la inversión extranjera, y por otro lado algunas que, en el marco de una revisión del papel de las empresas transnacionales para el desarrollo de los respectivos países, restringen beneficios o garantías anteriormente aseguradas.

Argentina: en 2007 comenzó a funcionar ProsperAr, el organismo nacional de promoción de inversiones de Argentina, que tiene entre sus actividades misiones al exterior y un centro de información y asesoramiento a potenciales inversores. En términos del ambiente de negocios, es relevante la decisión de eliminar la doble indemnización para el despido de trabajadores, regulación que regía desde 2002.

Brasil: uno de los principales avances fue la adopción del Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC), con el que se intenta garantizar las condiciones necesarias para el crecimiento sostenible a mediano y largo plazo a través de mejoras en el acceso a crédito, mejoras en el ambiente de inversiones, fomento a las inversiones en infraestructura, perfeccionamiento del sistema tributario y medidas fiscales de largo plazo. Entre otras medidas, se adoptó un régimen tributario especial para la adquisición de máquinas y equipos utilizados en obras de infraestructura, se implantaron fondos de inversión para proyectos de infraestructura y se licitaron varios proyectos.

Colombia: se adoptaron una serie de medidas para mejorar la protección al inversionista y el acceso a terceros mercados: “exigencias de transparencia en las transacciones entre empresas vinculadas, agilidad en el pago de

impuestos con la implementación de declaraciones fiscales electrónicas, reducción progresiva del impuesto sobre la renta y simplificación de las reglas de contabilidad, extensión de los horarios de operación de puertos, una política selectiva en la inspección aduanera, reducción de los tiempos en el manejo de carga en puertos y terminales; creación de zonas francas especiales o uniempresariales; avances en la negociación y firma de tratados de libre comercio con capítulos de promoción y protección recíproca de inversiones; avances en negociaciones de acuerdos para evitar la doble tributación; impulso a la promoción de beneficios para los inversionistas en especial a los contratos de estabilidad jurídica; presentación al congreso de proyecto de ley que crea las zonas libres de segunda vivienda.”

Guatemala: los principales esfuerzos se han orientado a desarrollar mano de obra calificada, con fondos de capacitación

Recuadro I.3 (conclusión)

para especialización y fomento de becas para la especialización de mano de obra calificada para las diversas industrias de atracción de inversión. Estas iniciativas se dan en el ámbito de la Agenda Nacional de Competitividad. Lanzada en 2005, busca, mediante mejoras en los niveles de educación y capacitación, fortalecimiento institucional y mejora de la infraestructura (entre otros), el desarrollo del potencial del país en turismo, como plataforma exportadora, centro logístico y de servicios y centro energético.

Costa Rica: Costa Rica ha seguido una estrategia de escalamiento vertical (mejorando su participación en las cadenas globales de valor de un mismo sector) y horizontal (incrementando su atractivo para nuevos sectores estratégicos). Los principales sectores elegidos han sido los dispositivos médicos, la industria automotriz, la aeronáutica y la aeroespacial y los servicios (posproducción, ingeniería, diseño, animación 3D). El país implementó el Plan Costa Rica Multilingüe para superar la escasez de mano de obra calificada

y analiza la posibilidad de cambios de la estructura de incentivos tributarios para la IED, y en particular para las actividades de investigación y desarrollo. En términos de acceso a mercados destacan la aprobación por referéndum del CAFTA–RD y la ampliación, por la OMC, hasta el 2015 del plazo para la adecuación a las normas sobre zonas francas. Este último factor beneficia igualmente a otros países de la región, como El Salvador, Guatemala, Panamá, República Dominicana y Uruguay.

El Salvador: en el contexto de políticas más amplias de mejoras del ambiente de negocios y de la infraestructura, el gobierno sancionó la Ley de servicios internacionales con el objeto de promover inversión en sectores estratégicos entre los cuales están distribución y logística, externalización de procesos de negocios, centros de contacto, desarrollo de software, investigación y desarrollo, reparación y mantenimiento de cruceros, buques de carga y de aeronaves. La Ley contempla la exención total de impuestos de

importación de los bienes de capital requeridos para llevar a cabo la actividad, exención del impuesto sobre la renta e impuesto municipal sobre los bienes y el capital de la compañía y exención del IVA en la compra de insumos y servicios requeridos para poder realizar las operaciones.

Ecuador: Ecuador, en tanto, está pasando por una revisión de la legislación nacional, en el contexto de la cual, hasta fines de 2007, el principal cambio relacionado con la atracción de inversiones fue la aprobación de una nueva ley tributaria, que fija nuevos porcentajes para el impuesto a la renta y la salida de capitales y deroga la Ley de beneficios tributarios vigente desde noviembre de 2005. Siguiendo los pasos adoptados por Bolivia en mayo de 2007, en febrero de 2008 Ecuador anunció su intención de retirarse de nueve tratados bilaterales de inversión que permitían a los inversionistas acceder al CIADI como mecanismo de protección de inversiones.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cuestionarios respondidos por los respectivos organismos de promoción de inversión de Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala e Instituto Internacional para el Desarrollo Sostenible, "Ecuador will denounce at least nine bilateral investment treaties", 5 de febrero de 2008; Jorge Woodbridge, "Perspectivas de la inversión extranjera directa en Costa Rica" y Gabriela Llobet, "El futuro de la IED en Costa Rica", documentos presentados en el seminario La economía costarricense en el 2007 y el papel de la inversión extranjera, San José, 15 de abril de 2008.

2. Importancia y distribución de las empresas transnacionales no financieras en América Latina y el Caribe⁹

A las empresas extranjeras corresponde el 26% de las ventas de las 500 mayores empresas no financieras de América Latina y el Caribe en 2006 (el año más reciente del cual se dispone de datos). Sin embargo, la importancia relativa de estas empresas es heterogénea entre sectores. La participación de las transnacionales en las ventas del sector primario es de apenas el 6%, mientras que en servicios y manufacturas asciende al 29% y el 37%, respectivamente (véase el gráfico 1.8).¹⁰

Al desagregar aún más los datos (véase el gráfico I.9) se observa que la proporción de empresas transnacionales en el sector primario es bastante mayor

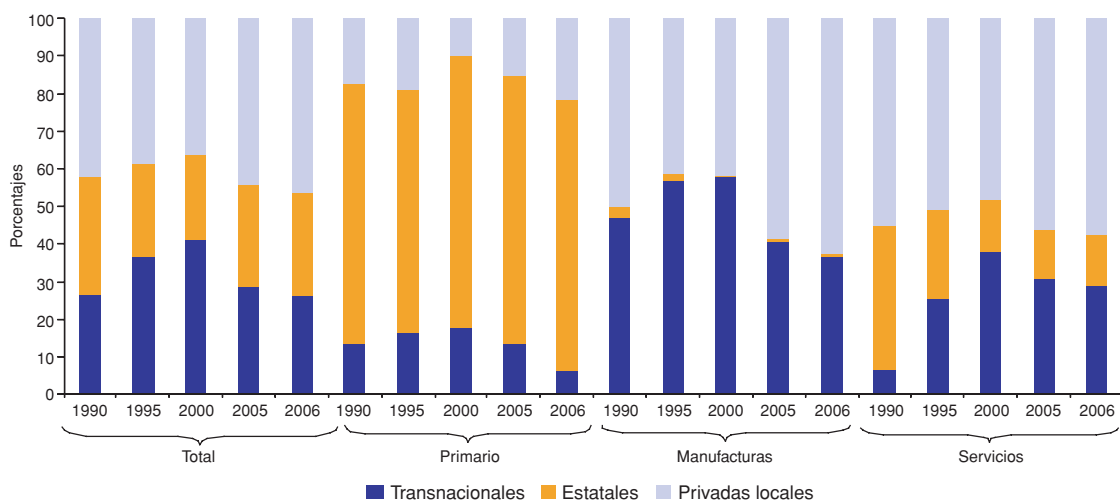
en el sector minero (30%) que en el de hidrocarburos (10%). No obstante, en ambos sectores predominan las empresas estatales.

Con respecto a las manufacturas, las empresas transnacionales predominan en los sectores con mayor contenido tecnológico, entre ellos el automotor (93%) y el de electrónica (77%), actividades concentradas casi exclusivamente en México y Brasil. Por otra parte, en el sector de alimentos y agroindustria prevalecen las empresas privadas locales, a las que corresponde el 63% de las ventas, mientras que la participación de las empresas extranjeras es del 37%.

⁹ La CEPAL agradece a la revista *América economía* el acceso a la base de datos sobre las 500 mayores empresas de América Latina.

¹⁰ Se consideraron en esta sección como empresas extranjeras o transnacionales tanto a las subsidiarias de empresas de otras regiones, como también a las subsidiarias de empresas latinoamericanas fuera de sus países de origen pero dentro de la región. Las empresas latinoamericanas con inversiones fuera de sus países de origen (translatinas) se examinan específicamente en la sección D.

Gráfico I.8
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VENTAS DE LAS 500 MAYORES EMPRESAS, 1990–2006
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información proporcionada por el Departamento de Estudios y Proyectos Especiales de la revista *América economía*, Santiago de Chile, 2007.

Nota: Excluye servicios financieros.

A pesar de la preponderancia de las empresas extranjeras en las telecomunicaciones —inclusive las subsidiarias en el exterior de las mexicanas Telmex y América Móvil— y de la existencia de importantes empresas transnacionales en otros segmentos, las empresas transnacionales son minoritarias en el sector de servicios.

En el gráfico I.10 se muestra la distribución sectorial de las ventas de las empresas transnacionales en la región en 2006. Se aprecia que el 46% corresponde a manufacturas, el 37% a servicios y el 17% al sector primario. Entre las manufacturas se destaca el sector automotor y de repuestos para vehículos con el 22% de las ventas. Los principales grupos transnacionales en América Latina y el Caribe —listados en el cuadro I-A-4— reflejan esta distribución, en la que predominan las empresas del sector automotor, de telecomunicaciones y repuestos para vehículos.

En términos geográficos, un 70% de las ventas de las empresas transnacionales de América Latina y el Caribe se concentran en Brasil y México. Brasil es el país con el mayor número de subsidiarias de empresas transnacionales (45%), seguido de Argentina (14%).

Se ha mantenido la tendencia a una menor participación de las transnacionales con respecto a las empresas locales, privadas y estatales observada en años

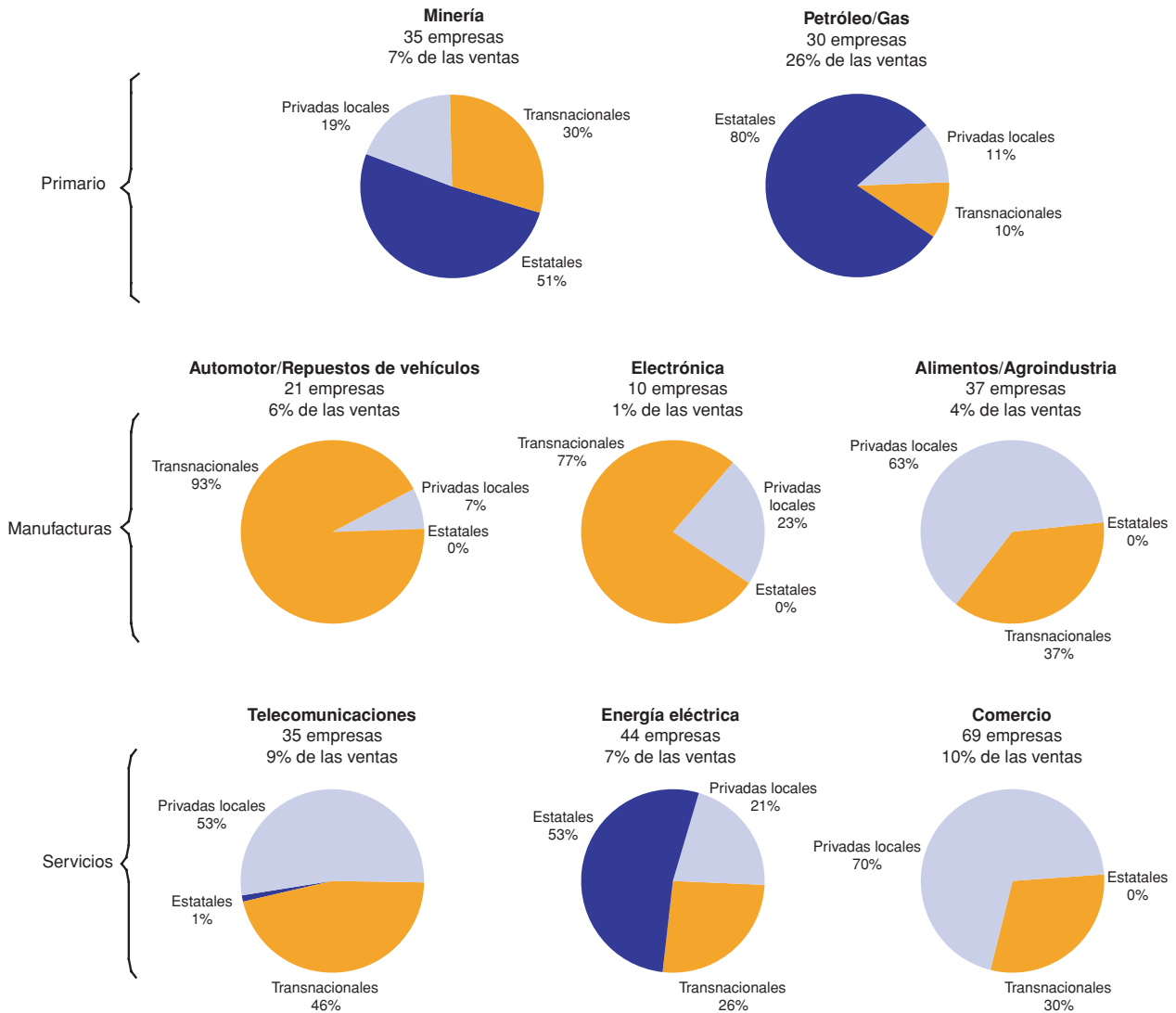
anteriores (CEPAL, 2007a).¹¹ En efecto, la participación de estas empresas en las ventas de las 500 mayores empresas de la región se redujo del 41% en 2000 al 29% en 2005 y al 26% en 2006, en un fenómeno común a los tres sectores (véase el gráfico I.8). Entre 2005 y 2006, la participación de las transnacionales disminuyó del 14% al 6% en el sector primario, del 41% al 37% en el sector manufacturero y del 31% al 29% en el sector de servicios. Esto se explica en parte porque las empresas locales han aprovechado las oportunidades generadas por el crecimiento regional, lo que se aprecia también en la creciente internacionalización de las actividades de las empresas translatinas en otros países de la región (véanse la subsección 1 y la sección D). Por otra parte, el auge de los precios de los productos básicos ha fortalecido la posición de las empresas vinculadas con estos sectores, en mayor medida locales.

La reducción relativa de la importancia de las empresas transnacionales se refleja también en los datos sobre las exportaciones (véase el gráfico I.11). Así, mientras las empresas extranjeras realizaban el 50% de las exportaciones de las 200 mayores exportadoras en 2000, su participación se redujo al 27% en 2005 y al 18% en 2006.

En el gráfico I.12 se muestra la distribución sectorial de las mayores transnacionales exportadoras entre 2002 y 2006. El sector minero ha cobrado importancia en

¹¹ Esto a pesar de que las ventas de las empresas transnacionales se incrementaron en términos absolutos. Las ventas de las 50 mayores transnacionales aumentaron un 12% en 2006.

Gráfico I.9
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PARTICIPACIÓN DE EMPRESAS TRANSNACIONALES Y LOCALES EN LAS VENTAS DE LAS 500 MAYORES EMPRESAS, 2006
 (En porcentajes)

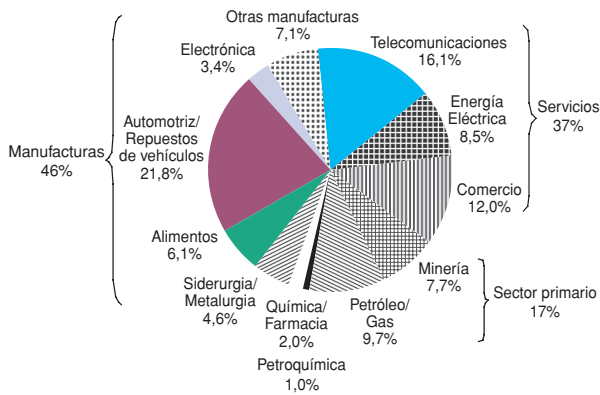


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información proporcionada por el Departamento de Estudios y Proyectos Especiales de la revista *América economía*, Santiago de Chile, 2007.
Nota: Excluidos los servicios financieros.

forma gradual, pasando del 7% de las exportaciones de las 200 mayores exportadoras en 2002 al 17% en 2004 y al 33% en 2006. En forma simultánea, las exportaciones del sector automotor han perdido importancia en las exportaciones de las empresas transnacionales: del 48% en 2002, se redujeron al 36% en 2004 y al 35% en 2006. De igual manera, la participación de la electrónica también disminuyó, pasando del 19% en 2002 al 2% en 2004, con una ligera recuperación en 2006 (4%).

En síntesis, la presencia de las empresas transnacionales en las actividades económicas de América Latina es considerable y heterogénea, pero su participación relativa entre las grandes empresas en términos de ventas y exportaciones está disminuyendo. El fuerte incremento de las corrientes de IED en 2007 podría sugerir una inversión o un estancamiento de esta tendencia. No obstante, el importante papel de las empresas locales en sectores de fuerte crecimiento no permite confirmarlo.

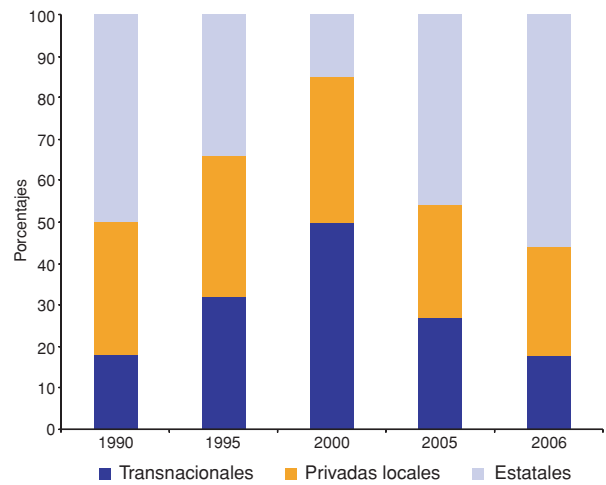
Gráfico I.10
AMÉRICA LATINA: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS VENTAS DE EMPRESAS TRANSNACIONALES, 2006
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información proporcionada por el Departamento de Estudios y Proyectos Especiales de la revista *América economía*, Santiago de Chile, 2007.

Nota: Excluye servicios financieros.

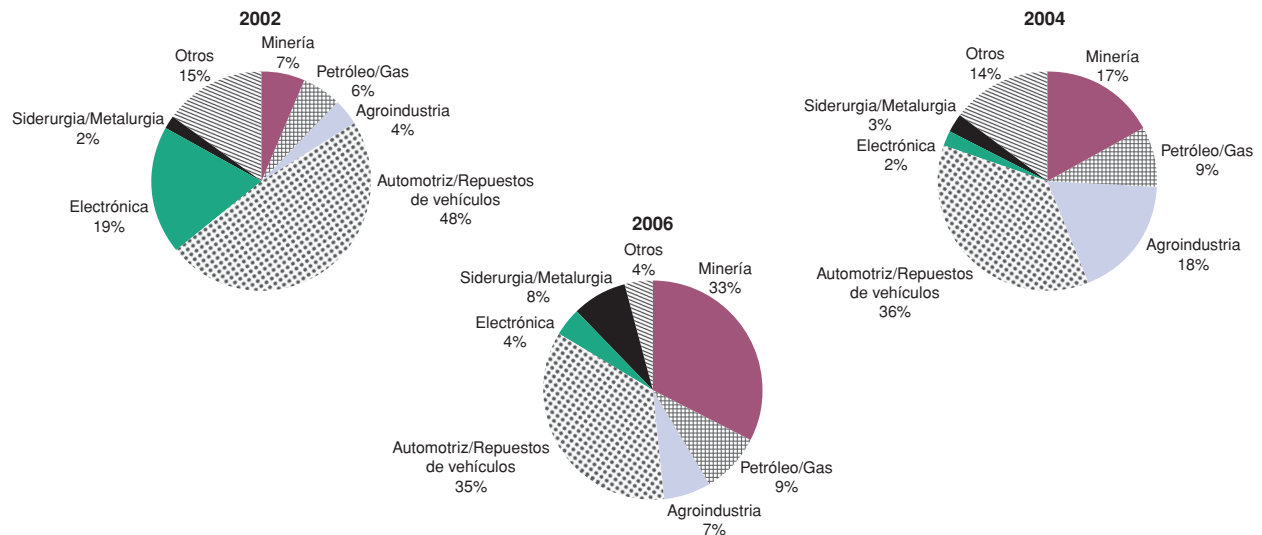
Gráfico I.11
EXPORTACIONES DE LAS 200 MAYORES EMPRESAS EXPORTADORAS SEGÚN TIPO DE PROPIEDAD, 2006
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información proporcionada por el Departamento de Estudios y Proyectos Especiales de la revista *América economía*, Santiago de Chile, 2007.

Nota: Excluye servicios financieros.

Gráfico I.12
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS EXPORTACIONES DE LAS 200 MAYORES EMPRESAS TRANSNACIONALES EXPORTADORAS, 2002-2004-2006^a
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información proporcionada por el Departamento de Estudios y Proyectos Especiales de la revista *América economía*, Santiago de Chile, 2007.

^a Los datos de 2002 están calculados sobre la base de 93 empresas, mientras que en 2004 y 2006 se utiliza un universo de 88 y 65 empresas, respectivamente. El número de empresas corresponde a las empresas transnacionales que pertenecen al grupo de las 200 mayores exportadoras de la región en cada año.

Nota: Excluye servicios financieros.

3. La IED desde la óptica de las estrategias corporativas

Las inversiones extranjeras directas pueden clasificarse según la estrategia o motivación principal del inversionista. En general, las empresas buscan en terceros países la posibilidad de explotar recursos naturales, acceder a mercados locales o regionales, producir a bajos costos para exportar a terceros mercados o tener acceso a activos estratégicos, como conocimiento, tecnología de punta y mano de obra calificada (CEPAL, 2004, sobre la base de Dunning, 1993). La utilidad de esta clasificación es que permite comprender e identificar, sobre la base de hechos estilizados respecto de los determinantes y los efectos de los distintos tipos de inversión, las principales tendencias en la IED y los principales desafíos para maximizar la contribución de la IED al desarrollo de los países receptores (CEPAL, 2007a).

Tradicionalmente, América Latina y el Caribe ha recibido inversiones extranjeras en busca de mercados, de recursos naturales y de eficiencia, es decir, de producción de bajos costos para exportar a terceros mercados. Mientras que las inversiones en busca de mercados se han destinado a toda la región (y en el caso de las manufacturas en particular a los grandes mercados), las inversiones en busca de recursos naturales se han concentrado sobre todo en América del Sur, mientras que aquellas cuyo objetivo es la eficiencia se han concentrado en México y la Cuenca del Caribe. Aunque algunas empresas han establecido centros de excelencia mundiales de servicios o tecnología en la región, esta no ha sido un destino importante de inversiones en busca de activos estratégicos.¹²

Sin duda, la correspondencia entre estrategia de inversión y subregiones no es absoluta. De hecho, ha habido un incremento de la inversión en busca de recursos naturales —minería, agroindustria, turismo—

en México y la Cuenca del Caribe y existen en América del Sur subsidiarias de empresas transnacionales que producen determinadas líneas de productos para el mercado global.¹³ No obstante, la distribución de los tipos de inversión mencionada en el párrafo anterior sigue siendo la predominante.

A continuación se ofrece un panorama de la IED recibida por América Latina y el Caribe en el marco de cada una de las estrategias.

a) IED en busca de mercados

La IED en busca de mercados fue favorecida en 2007 por el buen desempeño de la economía de la región, en la que se han observado un crecimiento sostenido, menores tasas de desempleo, mayor remuneración media real y una reducción de los niveles de pobreza e indigencia respecto del inicio de la década (CEPAL, 2007b, 2007c). Los dirigentes de las empresas han buscado explotar el aumento de la demanda resultante de este desempeño que —sumado a un mayor acceso al crédito en algunos países— ha fomentado la incorporación de nuevos segmentos de la población al mercado consumidor, con efectos muy evidentes en la actividad de las empresas transnacionales, sobre todo en los sectores automotor, bienes de consumo masivo, comercio minorista, servicios financieros, electricidad, telecomunicaciones y construcción. A continuación se describen las principales inversiones en estos sectores, con excepción de las telecomunicaciones, sector examinado en el capítulo II. Las inversiones de las empresas siderúrgicas transnacionales en América Latina y el Caribe, que combinan la búsqueda de mercados con la búsqueda de recursos naturales, se analizan en el recuadro I.4.

¹² UNCTAD (2005), por ejemplo, muestra la importancia relativamente pequeña de América Latina y el Caribe como destino de inversiones en investigación y desarrollo (I y D).

¹³ Se destaca, por ejemplo, que Argentina ha recibido cada vez más inversiones en centros de servicios integrados a las redes de producción de las empresas transnacionales, en segmentos como contenidos de televisión, centros de diseño e investigación, servicios contables, de administración e informáticos y desarrollo de software (ProsperAr, 2008).

Recuadro I.4

ACERO: EL DOBLE ATRACTIVO DE LOS RECURSOS Y DEL MERCADO

Las estrategias de inversión de las empresas acereras en América Latina y el Caribe son una combinación de búsqueda de recursos naturales y de mercados. En este sentido, el sector ha sido doblemente favorecido por la coyuntura mundial y por la demanda creciente en los mercados locales. En 2007, la siderurgia fue el blanco de algunas de las principales adquisiciones y proyectos de inversión anunciados. Para ArcelorMittal la región ha sido considerada clave por el potencial de sus principales mercados, otras empresas han invertido en sociedad con la brasileña CVRD para la construcción de nueva capacidad siderúrgica destinada a la exportación. Las inversiones de Ternium, del grupo argentino Techint, y de la brasileña Gerdau se describen en la sección D.

ArcelorMittal

América Latina y en particular Brasil y México han sido importantes destinos para la estrategia de crecimiento de ArcelorMittal, que se ha concentrado en mercados de alto crecimiento y bajo costo, y a la vez busca integrarse verticalmente hacia la mineración por una parte y los productos de mayor valor agregado, como los tubos de acero, por otra. La compra de las acciones de accionistas minoritarios de Arcelor Brasil por un monto de aproximadamente 4.200

millones de dólares elevó la participación de ArcelorMittal al 97,85%, permitiendo simplificar la estructura, optimizar las corrientes de deuda y efectivo, racionalizar la tributación y aumentar la exposición al mercado sudamericano. La empresa inauguró un tercer alto horno en su planta de Tubarão y anunció inversiones de 5.000 millones de dólares en Brasil en los próximos cinco años en expansión de capacidad. En México, ArcelorMittal concretó la compra de Sicartsa, que con Lázaro Cárdenas —planta en la cual también realizó inversiones— son las principales operaciones de la empresa en el país. La compañía realizó además un acuerdo de distribución con el grupo Villacero. En ambos países, ArcelorMittal hizo inversiones en la minería de hierro, con el objetivo de verticalizar su operación y facilitar el acceso a su principal insumo básico. Las inversiones en la planta de Tubarão en Brasil y en Lázaro Cárdenas en México son clave en el plan de crecimiento de la empresa hasta 2012 respecto de los aceros planos. En los aceros largos, la empresa aumentó su participación en Acindar (Argentina) (como mecanismo para ampliar capacidad), Point Lisas (Trinidad) y Sicartsa (México) y mejorar su operación en Juiz de Fora (Brasil) y otras plantas en América del Sur. Por último, ArcelorMittal compró la productora de tubos de acero inoxidable Cister en Uruguay. El

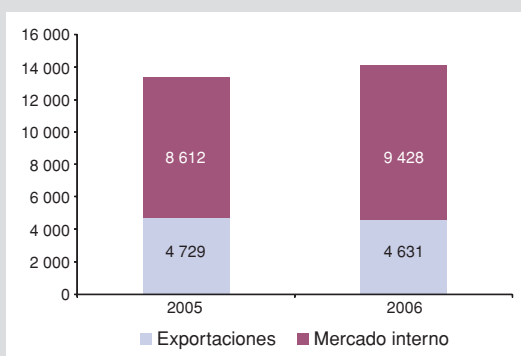
impulso a las inversiones orientadas al mercado latinoamericano obedece en gran parte a la reanudación de la producción automotriz y la construcción, mencionados anteriormente, y a la continuidad del crecimiento de la industria de hidrocarburos, objeto de la sección siguiente.

Las asociaciones de CVRD

Si el mercado ha sido un importante atractivo para las inversiones de ArcelorMittal, los recursos naturales han sido clave para atraer inversiones en nueva capacidad siderúrgica hacia Brasil, en proyectos en sociedad con Companhia Vale do Rio Doce. Después de haber vendido participaciones en empresas siderúrgicas en Brasil como forma de orientarse estratégicamente luego de su privatización, CVRD volvió a invertir en este sector, en cuatro proyectos desarrollados en sociedad con algunos de los principales clientes: ThyssenKrupp (Alemania), Dongkuk (Corea), Baoshan Iron & Steel (China) y un cuarto todavía no dado a conocer hasta el momento de redactar este informe. Las características comunes de los tres emprendimientos ya definidas son su localización en el litoral brasileño, cerca de los principales puertos y con conexiones logísticas a las minas de los Sistemas Sur o Norte de CVRD. Se trata de las primeras inversiones en nuevas plantas siderúrgicas en Brasil después de algunas décadas, y el sistema de sociedades con clientes es parecido al modelo adoptado por CVRD en sus principales operaciones de producción de pelotas de hierro —Nibrasco, Kobrasco, Itabasco, Hispanobras— pero van un paso más allá en la cadena productiva. Una de las empresas con las cuales CVRD podría realizar una asociación parecida es Nippon Steel. Las empresas tienen una larga historia de interacción y cooperación (entre otros por Nibrasco y su participación conjunta en Usiminas). La empresa japonesa ha demostrado interés por Brasil, con el aumento reciente de su participación en Usiminas y un anuncio de inversiones de más de 8.000 millones de dólares hasta 2010.

ARCELOR BRASIL: DISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS NETOS CONSOLIDADOS

(En millones de reales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de datos de Arcelor Brasil, *Relatório anual* 2006.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de "Fuertes inversiones de Nippon Steel en su filial brasileña Usiminas", *americaeconomica.com*, 13 de agosto de 2007; "Transforming tomorrow", presentación por Aditya Mittal, CFO, Arcelor Mittal, en Sandford Bernstein – Pan European Strategic Decisions, 25 de septiembre de 2007; Arcelor Mittal, "Growth Plan 2012" presentado en ArcelorMittal Investor Day, 11 al 13 de septiembre de 2007; Arcelor Brasil, *Relatório anual* 2006; "Vale do Rio Doce anuncia aliança com Nippon Steel", *Folha Online*, 18 de diciembre de 2006; *Latin Finance*, "M&A" November 2007; *AméricaEconomía.com*, "ArcelorMittal compra uruguaya Cinter y austriaca Eisen Wagner", 26 de diciembre.

i) Sector automotor: expansión en el Mercosur

Las operaciones de las empresas transnacionales del sector automotor en América Latina y el Caribe que tienen como objetivo vender a los mercados locales y regionales se concentran en el Mercosur.¹⁴ Este sector avanzó en 2007 debido a la continua recuperación de las economías de América del Sur (y en particular de Argentina y Brasil), a lo que se suma el mayor acceso al crédito de los consumidores brasileños.

La producción de vehículos continuó en aumento y llegó a sus niveles más altos en ambos países. También aumentaron las exportaciones procedentes de Argentina, que se destinaron principalmente a Brasil. Pese a que se mantienen en niveles históricamente altos, las exportaciones brasileñas —cuyos principales destinos fueron Argentina y México— se redujeron por segundo año consecutivo (véase el gráfico I.13).

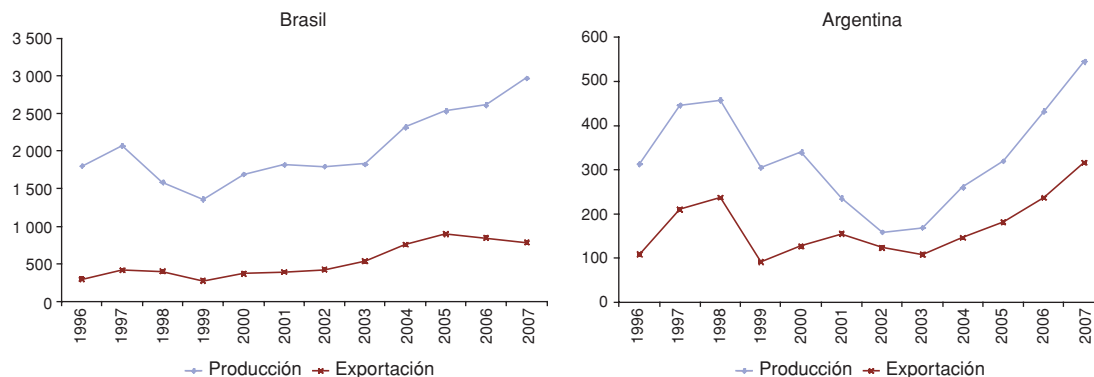
Brasil registró en 2007 un aumento en la IED en el sector automotor, y aunque no se dispone de datos oficiales sobre Argentina, los anuncios de inversión de las principales empresas de la industria también sugieren un incremento de la IED en este ramo. Las principales empresas establecidas en el Mercosur (GM, Ford, Fiat, Volkswagen, Renault, PSA Peugeot–Citroën) anunciaron importantes planes de inversión para ampliar su capacidad productiva, reactivar plantas, desarrollar nuevos modelos y mejorar la productividad.

Para las empresas estadounidenses, el aumento de la demanda en América del Sur —como en otros mercados emergentes— presentó una oportunidad para mitigar los efectos de la contracción en el mercado de

origen, que se suman a los desafíos de la competencia asiática. Incluso más allá de la coyuntura, los mercados emergentes —y entre ellos los de América Latina— se han considerado prioritarios para la expansión a largo plazo de las principales empresas automotrices (General Motors, 2007; Ford 2007; *América economía*, 2007b; AméricaEconomía.com, 2007a; KPMG, 2007; *Business Latin America*, 2007a; PSA Peugeot–Citroën, 2007a).¹⁵

Las empresas asiáticas Hyundai, Toyota, Honda y Nissan, cuya presencia en Brasil y Argentina es menor, también anunciaron en 2007 nuevas inversiones en esos dos países tanto en nuevas plantas como en el desarrollo de nuevos modelos. Además de las empresas japonesas y coreanas, el año marcó también el ingreso de empresas automotrices de India y China a la producción en América del Sur. Al igual que en el caso de las inversiones recientes de Hyundai en Brasil, las autoridades de estas empresas han optado por establecer operaciones de ensamblaje con socios locales. La compañía india Tata celebró un acuerdo de producción conjunta con Fiat para reactivar la planta de esta última en Córdoba, Argentina. La empresa china Chery se asoció con el grupo argentino Socma e invirtió 100 millones de dólares en una operación de ensamblaje de vehículos deportivos utilitarios en Uruguay destinados a los mercados del Mercosur. La planta es de propiedad de un ensamblador local. Chery también negoció con otra empresa uruguaya, Bognor, la producción de vehículos blindados. Esta operación se beneficiaría del acuerdo entre Brasil y Uruguay que estipula una exportación anual de 2.000 vehículos blindados al mercado brasileño (AméricaEconomía.com, 2007b, 2007c).

Gráfico I.13
ARGENTINA Y BRASIL: PRODUCCIÓN Y EXPORTACIÓN DE AUTOMÓVILES, 1996–2007
(En miles de unidades)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFSA) de Argentina y de la Asociación Nacional de Fabricantes de Vehículos Automotores (ANFAVEA) de Brasil.

¹⁴ Dado que el 80% de la producción automotriz mexicana se exporta (AMIA, 2008), las operaciones de las transnacionales automotrices en México se analizan en la subsección correspondiente a las inversiones en busca de eficiencia.

¹⁵ Cabe mencionar que además de los planes de inversión mencionados, Ford compró la empresa brasileña Troller, productora de vehículos todoterreno.

Además de la buena evolución de los mercados de América del Sur, los dirigentes de las principales empresas automotrices también han buscado aumentar las ventas desde Argentina y Brasil hacia el resto de la región y en particular a México, mercado al cual han tenido mejor acceso gracias a la liberalización progresiva prevista en el Acuerdo de Complementación Económica entre México y los países del Mercosur.

Algunos factores de la industria actual podrían conducir a un mayor protagonismo de la industria automotriz sudamericana en el escenario mundial. Los altos precios del petróleo, la mayor preocupación de los consumidores por el medio ambiente y el crecimiento de las economías emergentes con numerosos consumidores potenciales han generado una mayor demanda de automóviles pequeños y que funcionan con combustibles alternativos. Las unidades de producción en América del Sur tienen ventajas con respecto a esta clase de vehículos por las características del mercado regional (en donde predominan consumidores sensibles al precio) y las décadas de experiencia en materia de biocombustibles en Brasil, que llevaron al desarrollo de los motores “flexfuel”. Esto podría generar oportunidades para la exportación desde América del Sur. De hecho, existen iniciativas de algunas empresas para maximizar la ocupación de su capacidad productiva en América del Sur aumentando las exportaciones y aprovechando las ventajas tecnológicas regionales en estos nichos.¹⁶ No obstante, para aprovechar plenamente estas oportunidades, se plantea el desafío de reducir los costos de producción y maximizar las economías de escala y las complementariedades regionales.

Cabe mencionar también que, pese a la vocación predominantemente exportadora de la industria automotriz mexicana, algunas empresas como Nissan, GM y Ford han anunciado inversiones en vehículos destinados a la venta local (*Expansión*, 2007a, 2007b). Los empresarios chinos también buscan aprovechar las oportunidades del mercado mexicano y empiezan a ocupar espacios con productos de bajo costo. En 2006, First Automotive Works (FAW) estableció una alianza estratégica con el grupo local Bler (dedicado a la venta de electrodomésticos) para crear Giant Motors, una ensambladora de camiones ligeros para reparto de mercancías. Por el momento, las ventas se

destinan sobre todo al mercado mexicano, con un 15% previsto para exportación (*Expansión*, 2006). En 2007, FAW celebró una alianza con el grupo minorista y de servicios financieros Elektra, según el cual este último inicialmente vendería vehículos importados de China y comenzaría a ensamblarlos a partir de 2010. Un punto clave de esta asociación es la intención del grupo Elektra de financiar los vehículos mediante su Banco Azteca (*AméricaEconomía.com*, 2007d).

ii) Bienes de consumo masivo: incorporación de los segmentos de menores ingresos y aprovechamiento de sinergias entre empresas locales y transnacionales

La recuperación de la demanda interna en las principales economías latinoamericanas también ha promovido las inversiones en bienes de consumo masivo —higiene y limpieza, alimentos procesados y bebidas.¹⁷ El crecimiento económico supuso la incorporación de nuevos consumidores al mercado, pero también han surgido oportunidades relativas a cambios de hábitos: la mayor proporción de mujeres integradas al mercado de trabajo ha provocado una mayor demanda de alimentos procesados y la mayor preocupación por la salud ha generado mercados para productos de nicho (*Business Latin America*, 2007b).

En este sector se procura aprovechar cada vez más las oportunidades de la incorporación al mercado de los consumidores de menores ingresos —la base de la pirámide. Para ello se han combinado estrategias de precio con estrategias de mercadeo innovadoras. Además de bajar los precios, Procter and Gamble ha buscado desarrollar productos y formatos novedosos, adaptados a los hábitos de la población de menores ingresos —como por ejemplo, el lavado de ropa a mano— pero al mismo tiempo cultivando marcas y calidad (*Expansión*, 2007c; *Valor online*, 2008). Los responsables de Nestlé también han buscado conquistar el segmento de “consumidores emergentes” con formatos distintos —paquetes chicos para productos de consumo ocasional como chocolates y más grandes y económicos para productos de uso regular como el café—, acceso a puntos de distribución de amplia capilaridad y el aprovechamiento de marcas aceptadas popularmente (Nestlé, 2008). No obstante,

¹⁶ Fiat, Ford, General Motors, Peugeot, Renault y Volkswagen tienen centros de desarrollo y manufactura de vehículos “flexfuel” en Brasil. KPMG prevé que tres cuartas partes del mercado brasileño en 2010 corresponderán a vehículos de este tipo (KPMG, 2007). PSA exportaría los modelos Citroën C3 y Peugeot 307 desde Brasil a Europa. GM estaría desarrollando capacidad de fabricación de una nueva generación de vehículos pequeños que se venderá en América Latina y otros países en desarrollo. Ford, por otra parte, ha ampliado su base de ingeniería en América del Sur (*América economía*, 2007b, 2007c; PSA Peugeot–Citroën, 2007b).

¹⁷ Debido al volumen de la transacción (1.100 millones de dólares), cabe mencionar también la compra por Philip Morris de participación adicional en su sociedad con el grupo Carso en México. Philip Morris de México anunció, además, que invertiría en proyectos de mejora de instalaciones, industria limpia y optimización de sus operaciones (*Expansión*, 2007d).

la competencia en materia de precios sigue siendo un factor determinante, como muestra la experiencia de Unilever, que ha bajado el precio de sus detergentes para hacer frente a la competencia local, o de Pepsico, que compró el fabricante de papas fritas Lucky en Brasil, agregando una línea de productos más baratos a su oferta de aperitivos (Elsevier Food International, 2007; *Valor online*, 2007a).

En forma simultánea, los empresarios del sector de alimentos y bebidas han buscado oportunidades de crecimiento en el segmento de los consumidores de más altos ingresos —en América Latina como en el resto del mundo— para posicionarse como empresas no solo de alimentos sino de productos para la salud y el bienestar. En este contexto, las compañías expanden sus líneas de alimentos funcionales, tés, jugos y aguas. En el mercado de bebidas se destacan la compra de la empresa mexicana Jugos del Valle por Coca-Cola Femsa en sociedad con The Coca-Cola Company, la compra de tés Leão en Brasil, también por The Coca-Cola Company, y el acuerdo de Nestlé con el grupo Modelo para la distribución de aguas minerales en México.

Tradicionalmente, las empresas transnacionales de bebidas han operado en la región mediante asociaciones con empresas locales —como la ya mencionada Coca-Cola FEMSA—, que permiten aprovechar las complementariedades entre las ventajas de las primeras —marca y conocimientos de mercadeo, capacidad financiera, gama de productos— con las de las segundas —conocimiento del mercado local, capacidad de producción, infraestructura de distribución (CEPAL, 2006). Algunas socias locales están desempeñando un papel más importante en estas sociedades. Además de su adquisición conjunta de Jugos del Valle, Coca-Cola Femsa compró en 2007 la embotelladora Refrigerantes Minas Gerais (Remil) en Brasil, una de las pocas embotelladoras de propiedad de The Coca-Cola Company (Coca-Cola Femsa, 2007a) (véase la sección D). Los accionistas de Vonpar Refrescos, otra embotelladora brasileña, compraron a Coca-Cola su participación del 49% en la empresa (*Valor económico*, 2008a).

Por otra parte, algunas empresas locales han logrado llenar los espacios dejados por empresas transnacionales. En Costa Rica, se destaca la compra por la empresa local Florida Ice and Farm de los negocios de embotellamiento y distribución de productos Pepsico de SABMiller, adquiridos como parte de la compra de la cervecera colombiana Bavaria en 2005. SabMiller es embotelladora de productos Coca-Cola en otros mercados, incluso en El Salvador y Honduras, lo que explica su interés en salir de la distribución de productos Pepsico. La

empresa costarricense había comprado anteriormente las operaciones de otra empresa transnacional —Ebro Puleva— en Centroamérica (*Nación*, 2007; FIFCO, 2007).

iii) Comercio minorista: concentración, expansión y diversificación

En el sector del comercio minorista se ha observado la expansión de los grandes actores mediante adquisiciones (que han generado procesos de concentración de mercado) e inversiones en la expansión de redes y la diversificación de los servicios ofrecidos. A la expansión de los actores transnacionales se suma el crecimiento regional de empresas de Chile y México (véase la sección D).

La estructura de mercado de Brasil, el mayor mercado de la región, es fragmentada en comparación con la de los demás países latinoamericanos. Este hecho, sumado a las buenas perspectivas derivadas de un aumento del crédito al consumo, la incorporación de segmentos de la población de menores ingresos al mercado consumidor, un incremento de los sueldos reales y la caída de los precios de los productos importados por la apreciación de la moneda, ha aumentado el atractivo del mercado brasileño para los inversionistas extranjeros (*Business Latin America*, 2007c). En este contexto, Carrefour, la segunda mayor empresa de supermercados, compró Atacadão, la mayor empresa de comercio en grandes volúmenes, reforzando su presencia en el segmento de bajos ingresos y transformándose en la mayor cadena de comercio minorista del país. Las oportunidades del mercado brasileño también motivaron la compra por la chilena Cencosud de los supermercados GBarbosa, en el nordeste del país (además de la peruana Wong, véase la sección D).

En Colombia, el proceso de concentración de mercado se realizó de la mano de actores locales. Almacenes Éxito concretó la compra del control de su competidora Carulla Vivero, una acción defensiva ante la posible llegada de Wal-Mart y las cadenas minoristas chilenas (*América economía*, 2007d). En Chile, por otra parte, el intento de fusión de las empresas D&S y Falabella —bloqueado en febrero de 2008 por las autoridades de competencia— fue divulgado como un paso hacia la ampliación de la presencia internacional de las empresas (*América economía*, 2007e).

Las empresas extranjeras han invertido también en la expansión orgánica (entendida como la apertura de nuevos locales y plantas, en oposición a la adquisición de locales, redes y plantas existentes) en la región. Se destaca el anuncio de Wal-Mart, la mayor red minorista de la región, de abrir nuevos locales en Brasil,

México, y Centroamérica. México, en particular, ha sido considerado un mercado clave para la empresa, como parte de su estrategia de asegurar una adecuada diversificación entre mercados maduros y emergentes (*Expansión*, 2007e).

En términos de diversificación, los responsables de las cadenas de comercio minorista están aprovechando la capilaridad de sus redes comerciales y la confianza de los consumidores en sus marcas para ofrecer servicios financieros y entrar en ramos especializados de la distribución minorista, como las farmacias, lo que a su vez aumenta el atractivo de su negocio principal. Las empresas transnacionales siguen un patrón que hasta ahora ha sido aplicado en la región sobre todo por las minoristas chilenas. En México Wal-Mart abrió su propio banco y comenzará a vender medicamentos genéricos a bajos precios. Los operadores locales Soriana, Chedraui y Comercial Mexicana se están sumando a esta tendencia, de manera autónoma o en sociedad con otras empresas. En Brasil, los tres grandes actores, Carrefour, Wal-Mart y Grupo Pão de Açúcar (en el que participa el grupo francés Casino) están compitiendo de manera intensa en el sector de medicamentos.

iv) Banca: más actores, más competencia

Además de las inversiones en servicios financieros ligados al consumo minorista, se registraron en 2007 importantes inversiones en una gama de otros servicios financieros, principalmente en la banca.¹⁸ A la concesión de nuevas licencias para operar y los programas de expansión orgánica se sumaron adquisiciones y alianzas estratégicas. Los empresarios han buscado aprovechar el crecimiento económico y las oportunidades de una región en crecimiento, con bajas tasas de bancarización. Una mayor competencia en este ramo podrá tener efectos importantes en otros sectores, favorecidos por la incorporación de segmentos de la población a los mercados residencial, automotor y otros.

El banco Santander fue uno de los protagonistas en 2007. América Latina es un elemento importante de la estrategia de crecimiento del banco español, que de a poco ha madurado su enfoque para la región centrándose

en la banca minorista y realizando adquisiciones en los grandes mercados, mientras crece de manera orgánica en los demás (*Latin Finance*, 2007b). Los directores de la empresa buscan impulsar la bancarización de las pequeñas y medianas empresas y de los individuos. Como resultado de su participación en el consorcio de bancos europeos que compró el holandés ABN Amro, Santander pasó a controlar Banco Real en Brasil, y de esta forma a ser el segundo mayor banco privado del país en términos de activos. Sus representantes anunciaron inversiones en la expansión orgánica de sus operaciones latinoamericanas, destinando 2.000 millones de dólares a la apertura, hasta el 2010, de unas 1.000 nuevas oficinas en varios países de América Latina. Después de cuatro años de la decisión de abandonar el mercado peruano, donde operaba en el segmento minorista y de fondos mutuos, el banco obtuvo una licencia para abrir una sucursal destinada a prestar servicios financieros y de banca de inversión a los sectores corporativos. La operación se llevó a cabo en un momento en que ingresan a Perú también HSBC, Deutsche Bank y Scotiabank además de instituciones regionales vinculadas a empresas de comercio minorista. Para financiar su expansión internacional, Santander vendió sus operaciones de fondos de pensión (*Valor económico*, 2007a; *Business Latin America*, 2007d).¹⁹

Chile fue el destino de dos de las principales adquisiciones del sector en el año: la alianza estratégica de Banco de Chile con Citigroup y la compra de Banco del Desarrollo por la canadiense Bank of Nova Scotia (Scotiabank).

En 2007, antes de las fuertes pérdidas por la crisis en el mercado de hipotecas de Estados Unidos, Citigroup realizó una alianza estratégica con Banco de Chile. En forma análoga a la estrategia adoptada con la compra de Banamex en México en 2001, la estrategia de Citigroup en Chile ha consistido en aprovechar sus propias capacidades y ventajas en productos globales y las ventajas de Banco de Chile en términos de marca, experiencia en el mercado local y plataforma de distribución (Citigroup Inc., 2007; *América economía*, 2007f).²⁰ Otra gran operación realizada por Citigroup en la región fue la compra del banco Cuscatlán en El Salvador, anunciada en 2006 y concretada en 2007.

¹⁸ En los demás servicios financieros, se destacan tres grandes operaciones: la adquisición del 65% de Serasa, empresa de información crediticia en Brasil, por Experian de Estados Unidos; la compra del 10% de la Bolsa de Mercaderías e Futuros por el fondo de capital privado General Atlantic; y la compra de ARX Capital Management por Bank of New York Mellon. La adquisición de las administradoras de fondos de pensión del grupo Santander por ING Groep también se cuenta entre las principales transacciones.

¹⁹ Los activos incluyen las filiales en México (Afore Santander), Chile (AFP Santander), Colombia (AFP y Cesantía Santander), Uruguay (Afinidad AFAP) y Argentina (fondo de pensiones Orígenes AFJP y la aseguradora Orígenes Seguros de Retiro) (*AméricaEconomía.com*, 2007e).

²⁰ Cabe mencionar —también en el sector bancario— otra alianza estratégica que obedece a una lógica parecida a la de la alianza de Citigroup con Banco de Chile: la compra por GE Money del 39% de Colpatría en Colombia, una transacción que podría representar la cuota inicial de una compra de control y una de las primeras incursiones de otras instituciones extranjeras en el mercado bancario colombiano (*Semana*, 2007).

Scotiabank, en tanto, adquirió el control de Banco del Desarrollo, reforzando sus actividades en Chile en el segmento de préstamos a consumidores de medianos ingresos y micro y pequeñas empresas. Además de esta transacción, las autoridades de Scotiabank suscribieron una opción para comprar el control de Banco de Trabajo en Perú (AméricaEconomía.com, 2007f). América Latina representa el 70% de las operaciones internacionales de Scotiabank. La población joven y las bajas tasas de bancarización en la región suponen oportunidades para la empresa, que busca insertarse en nichos como las microfinanzas (incluyendo el crédito al consumo), en los que los grandes operadores — Santander, BBVA, Citibank— no tienen una presencia dominante (*Latin Finance*, 2007c, Scotiabank, 2007a, entrevista a la matriz de la empresa en Toronto) (véase el capítulo IV).²¹

Otra empresa canadiense, Royal Bank of Canada (RBC), realizó la mayor transacción del año en el sector, la compra de RBTT Financial Holdings con sede en Trinidad y Tabago, 20 años después de haber salido del capital del banco caribeño. La adquisición complementa las operaciones existentes de RBC en el Caribe, donde la empresa ya tiene una larga historia. De hecho, a pesar de haberse retirado de la banca minorista en América Latina, donde había tenido una amplia red de agencias, luego de la crisis en los años ochenta y de su salida del capital de RBTT al final de esa misma década, RBC mantuvo sus actividades caribeñas en el segmento minorista y comercial y en la banca privada. Los dos bancos son complementarios

geográficamente dentro del Caribe y en términos de los servicios en los cuales tienen sus mayores ventajas (véase el cuadro I.3). Una de las ventajas que aporta RBC a RBTT es la experiencia en los servicios financieros para la industria de energía y agrícola en su mercado de origen (véase el capítulo IV) (*Latin Finance*, 2007d).

En México se ha impulsado la competencia en el sector bancario mediante la concesión de nuevas licencias. Se espera que esta mayor competencia permita aumentar las tasas de bancarización y bajar los costos de los servicios bancarios. Ya se mencionó la apertura de la Banca Wal-Mart, que busca atender a un segmento de la población que accede por primera vez a los servicios financieros. Este banco surge junto a otros bancos vinculados a cadenas minoristas locales en México, como Azteca (Electra), Bancoppel (Coppel) y Banco Fácil (Chedraui). Entre las otras instituciones transnacionales que iniciaron sus operaciones en México en 2007 están Prudential Financial y UBS. Aunque los nuevos bancos representen una fracción pequeña del mercado en comparación con actores como BBVA Bancomer, Banamex, Santander, HSBC, Banorte y Scotiabank Inverlat, han sido responsables por una parte importante de la expansión de la red bancaria (véase el cuadro I.4).

A estas instituciones se suma el Volkswagen Bank, que obtuvo autorización para iniciar operaciones en México en un formato pionero de banca directa, ofreciendo servicios que van más allá del crédito que el grupo ya ofrecía a los clientes de la empresa automotriz (AméricaEconomía.com, 2007g; *Expansión*, 2007f).

Cuadro I.3
COMPLEMENTARIEDADES ENTRE ROYAL BANK OF CANADA Y RBTT FINANCIAL GROUP

	RBTT	RBC
Ventajas	Banca minorista, comercial y de inversiones Gestión de activos	Banca de consumo, minorista, comercial Hipotecas, administración del patrimonio
Rango de productos	Amplia gama de productos en los mercados de banca individual y corporativo. Encabeza los servicios de tarjeta de crédito en Trinidad	Productos a clientes individuales, corporativos e institucionales
Países donde encabezan el sector	Trinidad y Tabago, Antillas Neerlandesas, Suriname, Aruba	Bahamas, Islas Caimán, Barbados
Presencia	Barbados, Caribe oriental, Jamaica	Caribe oriental

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de RBC y RBTT, "A New Caribbean Leader", 2 de octubre de 2007.

²¹ Scotiabank Group también firmó un acuerdo para comprar el control de BBVA Crecer AFP, el más grande administrador de fondos de pensión en República Dominicana, y la empresa de seguros afiliada, BBVA Seguros (Scotiabank, 2007b).

Cuadro I.4
**EVOLUCIÓN DE LA RED BANCARIA DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES DE RECIENTE INCORPORACIÓN
 AL SISTEMA BANCARIO DE MÉXICO^a**
 (En número de sucursales)

Institución	2006	2007			2007/2006
		I	II	III	
Ve por Más	2	2	2	2	--
Autofin	7	9	9	11	4
Ahorro Famsa	--	15	44	62	62
Banco Multivia	--	5	10	15	15
Banco Regional	--	1	1	1	1
Banco Fácil	--	1	1	1	1
Compartamos	1	1	1	1	--
Prudential	--	--	1	17	17
Bancoppel	--	--	34	124	124
Banco Amigo	--	--	3	3	3
Total (10 bancos)	10	34	106	237	227
Total del Sistema	8 411	8 509	8 717	8 996	585
Participación de los nuevos (en porcentajes)	0,1	0,4	1,2	2,6	38,8

Fuente: Conduemex, sobre la base de información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

^a En el tercer trimestre de 2007 la Banca Wal-Mart, que se espera será uno de los principales entre los nuevos bancos en México, todavía no iniciaba operaciones, por lo cual no está considerada en este cuadro.

Por último, cabe mencionar que después de la ola de adquisiciones del año pasado (CEPAL, 2007a) los bancos subregionales de Centroamérica se han consolidado y expandido para enfrentar la competencia. En este movimiento se destacan la fusión de Banco General (Panamá) y Banco Continental (Costa Rica), la adquisición por Banco Industrial (Guatemala) de Banco de Occidente, Banco de Comercio, Banco del Quetzal y Banco del País (Banpaís) de Honduras y la expansión de grupos regionales como Promérica y Lafise. Entre los bancos transnacionales en la subregión se destacan HSBC, Citigroup y Scotiabank, a los cuales se suma Bancolombia. El Salvador es el país centroamericano en el cual los bancos extranjeros tienen la mayor participación de mercado, seguido de Panamá (Fitch Ratings, 2007). En 2007 una gran parte del aumento de la IED en El Salvador estuvo relacionada a transacciones en este sector.

v) *Electricidad: cambio de manos*

La IED en el sector eléctrico se caracterizó por un proceso de cambios de propiedad. Algunas empresas transnacionales, sobre todo estadounidenses, redujeron sus activos en América Latina y el Caribe o dejaron la región, debido principalmente a la necesidad de consolidarse en sus mercados de origen, reducir su exposición al riesgo o mejorar su estructura financiera (*Latin Finance*, 2007e). Estas fueron sustituidas por empresas locales y por otras empresas transnacionales,

interesadas en la rentabilidad a largo plazo de inversiones con niveles de riesgo considerados aceptables en mercados con buenas perspectivas de crecimiento. En forma simultánea, y en línea con sus estrategias mundiales, muchas de las empresas transnacionales están fortaleciendo sus inversiones en energías renovables en la región.

En el proceso de cambio de manos, se destaca la salida de las empresas estadounidenses Public Service Enterprise Group (PSEG), CMS Energy, PPL Corporation, Mirant y NRG Energy, entre otras, que vendieron activos en la región para mejorar su perfil de riesgo, limitar sus operaciones no estratégicas y reducir niveles de endeudamiento (PSEG, 2007; *Business Latin America*, 2007e; CMS Energy, 2007; PPL, 2007).

Una de las principales salidas de empresas transnacionales se debió a la decisión de República Bolivariana de Venezuela de nacionalizar Electricidad de Caracas, que condujo a la venta por AES Corporation de su participación en la empresa por 739 millones de dólares. No obstante, este ha sido un hecho aislado y AES reorientó sus operaciones regionales a otros destinos. Se expandió en México, donde compró dos termoeléctricas proveedoras de energía a Cemex y a la minera Peñoles, y está desarrollando proyectos en Chile y Panamá (AES Corporation, 2007).

Los activos vendidos por las empresas estadounidenses fueron adquiridos por compañías locales —CGE en Chile, CPFL en Brasil, PDVSA en República Bolivariana de Venezuela— y otras empresas transnacionales.

Entre estas últimas se destaca AEI (antes Ashmore Energy International). La compañía fue creada en 2005 y en 2006 compró Prisma Energy, la empresa que gestionaba los activos internacionales de la desaparecida Enron. Con la estrategia de aprovechar los espacios abiertos por otras empresas transnacionales, comprando a precios considerados módicos, contentándose con retornos menores y apostando a la importancia creciente de la inversión en electricidad para la región, la empresa realizó varias adquisiciones en 2007 (*América economía*, 2007g). Cabe subrayar la compra de participaciones en Chilquinta Energía S.A. (Chile) y Luz del Sur (Perú) a CMS, y del control de Distribuidora de Electricidad del Sur (El Salvador) a PPL, además del aumento de participación en Puerto Quetzal Power en Jamaica. Además de las adquisiciones, AEI vendió su participación en dos empresas: Vengas en República Bolivariana de Venezuela, debido a la política de nacionalización, y Bahía Las Minas Corp. en Panamá —adquirida mediante la compra de Prisma—, para atender a límites regulatorios a la propiedad simultánea de generadoras y distribuidoras. AEI tiene hoy una vasta cartera de activos en la región, en la generación y distribución de energía eléctrica, transporte y servicios de gas natural y distribución de combustibles. Además de una notable cartera de inversiones en Colombia está presente en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Ecuador, Guatemala, El Salvador, México, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana y República Bolivariana de Venezuela.

Otra empresa transnacional que está expandiendo sus activos en el sector eléctrico en la región es la canadiense Brookfield Asset Management, que en 2007 compró la hidroeléctrica Itiquira en Brasil, vendida por NRG Energy. El sector eléctrico es el origen de las inversiones de esta empresa —anteriormente Brascan— en América Latina, que en 2006 se había destacado por la compra del control de Transelec en Chile. Brookfield se concentra en las energías renovables (sobre todo la hidroeléctrica) y la transmisión, pues suponen una estructura de flujo de caja interesante para la empresa, con altas inversiones iniciales pero bajo costo de manutención, retornos a largo plazo y márgenes seguros (o regulados o establecidos mediante contratos de largo plazo), con crecimiento en el tiempo (entrevista a la empresa).²² Con la nueva adquisición, Brookfield suma 28 plantas hidroeléctricas en Brasil, además de

seis proyectos en construcción (Brookfield, 2007, y entrevista a la empresa) (véase el capítulo IV).

EDF es una de las excepciones europeas entre las principales empresas del sector que optaron por la salida de América Latina y el Caribe. En el marco de un proceso iniciado hace algunos años, la compañía francesa vendió sus cinco plantas en México, con el objetivo de reorientarse hacia Europa y desarrollar sus actividades relativas a la energía renovable y al segmento nuclear (EDF, 2007). Otra empresa europea que abandonó la región tras la decisión de contraer sus operaciones mundiales en electricidad fue la británica Globelec (Reuters, 2007b).

Las principales empresas europeas siguieron invirtiendo en la región mediante adquisiciones e inversión en nueva capacidad (*greenfield*) (*Latin Finance*, 2007e). Gas Natural compró los activos de EDF y Mitsubishi en México (cinco plantas eléctricas de gas natural y un gasoducto), entrando de esta manera en el negocio eléctrico de este país como segundo operador privado en el segmento de la generación (véase el gráfico I.14).²³ Esto convierte a la compañía en el único operador de gas y electricidad en este país, en el contexto de la estrategia mundial de convergencia de las actividades de producción de gas y electricidad. La operación es considerada una plataforma para el crecimiento en México —mercado en el que se están produciendo nuevas oportunidades para las empresas privadas— y América del Norte (Gas Natural, 2007).

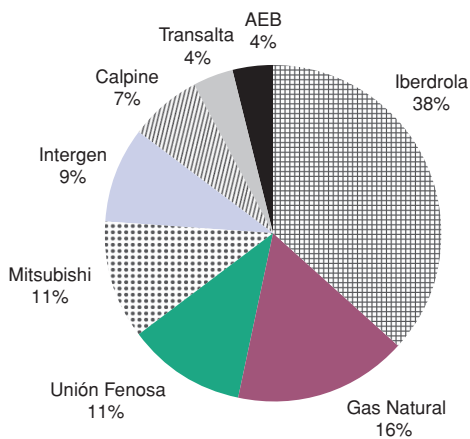
Endesa, la mayor empresa transnacional en términos de capacidad instalada y número de clientes de distribución en la región, pasó por un importante cambio patrimonial en el 2007, cuando fue adquirida por la empresa constructora española Acciona y la eléctrica italiana Enel. La amplia presencia de Endesa en América Latina y el Caribe, donde se percibiría una mejora del ambiente regulatorio, fue uno de los principales atractivos para los compradores (Enel, 2007). Los nuevos controladores prevén inversiones de unos 6.500 millones de euros en crecimiento orgánico en América Latina entre 2008 y 2012 (Enel, 2008). En 2007, Endesa fue una de las compradoras de activos de CMS —participación en GasAtacama en Chile y la hidroeléctrica El Chocón en Argentina. Los dirigentes de la empresa también anunciaron la reanudación de sus inversiones en Argentina luego de la autorización de aumentos de tarifas de Edesur, y demostraron su

²² También con esta lógica —buscar inversiones en infraestructura con rendimiento confiable a largo plazo— el fondo de pensión Ontario Teachers' Pension Fund (OTTP) ha invertido en otros sectores. En 2007, OTTP compró el control de Empresa de Servicios Sanitarios del Bio-Bio S.A. (ESSBIO) y Aguas Nuevo Sur Maule, S.A. (ANSM) (véase el capítulo 4).

²³ La participación de las empresas privadas en la capacidad de generación en México corresponde a un 27% del total (Gas Natural 2007 y CFE, 2007).

interés en Brasil al participar en un consorcio para la construcción de una hidroeléctrica en ese país (*Latin Finance*, 2007f; Reuters, 2007a; Endesa, 2007; *Business News Americas*, 2007a).

Gráfico I.14
CAPACIDAD GENERADORA DE OPERADORES PRIVADOS
EN MÉXICO
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Gas Natural, "Creación de una plataforma energética en México", presentación, 25 de octubre de 2007.

Otras empresas españolas, IBERDROLA y Unión Fenosa, continuaron su expansión en la región. Unión Fenosa anunció un plan de inversión de aproximadamente 1.650 millones de euros entre 2007 y 2011 en energías renovables (eólica e hidráulica). Uno de los principales proyectos es la construcción de un parque eólico en México, cerca de la frontera con Estados Unidos. En este contexto, la empresa adquirió el 50% de Zemer, su socio en este proyecto. También en México, Unión Fenosa inició la construcción de una planta de ciclo combinado, con inversiones de aproximadamente 400 millones de dólares. Los representantes de la empresa han anunciado otras inversiones en Costa Rica, Panamá y Colombia (Unión Fenosa, 2007, 2008). IBERDROLA, a su vez, destinó 1.300 millones de dólares al crecimiento orgánico en América Latina entre 2008 y 2010, además de posibles adquisiciones. Actualmente la empresa tiene sus mayores operaciones en México (donde es la mayor generadora privada, véase el gráfico I.14) y Brasil (donde, junto con socios locales, ha pasado a ser la primera distribuidora eléctrica del país). IBERDROLA también es la mayor distribuidora de electricidad en Guatemala, tiene una parte sustancial del mercado de distribución en Chile y activos de generación hidráulica y distribución de agua en ese mismo país (IBERDROLA, 2007).

Cabe mencionar que IBERDROLA ha aumentado sus actividades en el sector de ingeniería y construcción, y como tal se ha adjudicado importantes contratos en América Latina, entre ellos un proyecto para la sustitución de los generadores de la central nuclear de Angra I en Brasil (IBERDROLA, 2008).

Suez, en tanto, se ha concentrado en la generación de electricidad, GNL y venta de gas al sector industrial. En América Latina, ha puesto énfasis en sus operaciones en Brasil y Chile, y en menor grado Perú, considerados mercados con alto potencial de crecimiento (AméricaEconomía.com, 2007h; Suez Energy International, 2007). La venta de Cálida en Perú a AEI fue un canje por la participación de esta última en Bahía Las Minas en Panamá. Con la fusión con Gaz de France, que debería efectuarse a inicios de 2008, se espera que la empresa atribuya prioridad a Europa y, en segundo lugar, a mercados de gran crecimiento, entre ellos Brasil (Gaz de France, 2007).

Por último, cabe mencionar entre las empresas de otros países en desarrollo que han realizado inversiones en este sector a Israel Corp, que en consorcio con la india DS Construction compró las operaciones latinoamericanas de Globelec (Reuters, 2007b).

Uno de los desafíos de este sector en la región es el desarrollo de la malla de transmisión, que permite la interconexión de países y subregiones, que con una adecuada coordinación institucional otorgaría mayor eficiencia al sistema eléctrico. En este sentido, se destacan los avances en Centroamérica, donde se construye una línea de transmisión de 1.800 km de Panamá a Guatemala, con participación de la colombiana ISA, Endesa y otras, con perspectivas de eventualmente conectarse con Colombia por un lado y con México por otro (AméricaEconomía.com, 2007i; Ruiz Caro, 2007). ISA, de hecho, podrá desempeñar un papel importante en este proceso, al haber iniciado operaciones, además de en Colombia y Centroamérica, en Perú y Brasil. Luego de haber comprado Companhia de Transmissão Elétrica Paulista (CTEEP) en 2006, la empresa fue una de las ganadoras de la licitación de transmisión realizada en Brasil en 2007.

vi) *Construcción: el impulso de la demanda de bienes raíces e infraestructura*

Se han impulsado inversiones en la construcción en una gran variedad de sectores, entre ellos el residencial, el turismo, el comercio y la infraestructura. Cada vez más empresas transnacionales y locales han incrementado su capacidad e interés en emprender proyectos en la región que requieren interacción entre ingeniería, finanzas y los servicios que se proveen a partir de la

base física construida (ventas de inmuebles residenciales, comercio, turismo, servicios públicos). Estas empresas han podido aprovechar las oportunidades generadas por una región en crecimiento, el mejor acceso de la población al crédito, el atractivo de la región como destino turístico e iniciativas nacionales de desarrollo de la infraestructura logística y de servicios básicos.

Algunas de las principales constructoras de la región son empresas españolas que, favorecidas por la liquidez resultante del crecimiento del mercado inmobiliario en España, se han expandido internacionalmente y diversificado sectorialmente (CEPAL/SEGIB, 2007). En este contexto, algunas de ellas han ingresado en América Latina en forma directa o mediante participaciones en empresas de servicios públicos con sólida presencia en la región.²⁴ En el plano financiero, ha aumentado el interés de los fondos de capital privado y de pensión y empresas de gestión de activos en la región, mientras que empresas locales de construcción —como la brasileña Odebrecht— han incrementado su capacidad de ofertar internacionalmente soluciones financieras a sus proyectos (*Latin Finance*, 2007g). Por último, algunas empresas de los sectores de servicios (turismo, inmobiliario, comercio e infraestructura) han impulsado inversiones motivadas por las oportunidades que derivan del desarrollo de los mercados de la región. En suma, existen cada vez más empresas con capacidad e interés en impulsar proyectos de construcción en la región a pesar de su complejidad, altos requerimientos financieros y largos plazos de maduración.

Los factores que han generado oportunidades para estas empresas son, además del crecimiento económico, una mayor estabilidad institucional, el desarrollo progresivo de los mercados financieros que favorece el acceso al crédito y esquemas de financiamiento tanto para la población (hipotecas) como para los emprendedores; e iniciativas de los países para impulsar inversiones en infraestructura para superar las principales barreras a la competitividad y universalizar el acceso a los servicios básicos (*Latin Finance*, 2007f).

Las inversiones en el sector de infraestructura han sido impulsadas por esfuerzos de varios países para atraer capital sobre todo para la logística —transporte, puertos, aeropuertos—, un segmento clave para su competitividad, además de la energía

eléctrica, ya mencionada. Las empresas españolas han sido particularmente activas en las licitaciones por carreteras.

En Brasil, uno de los principales objetivos del Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC) es la promoción de inversiones en infraestructura (logística, energética, social y urbana). Se redujeron los impuestos sobre la adquisición de máquinas y equipos para obras de infraestructura y se establecieron fondos de inversiones específicos para este sector (MDIC, 2007a; véase el recuadro I.3). Uno de los principales pasos para concretar los proyectos previstos en el PAC en 2007 fue una licitación por 2.600 km de carreteras, en la cual la empresa española OHL fue la principal vencedora, pues se adjudicó cinco de los siete tramos licitados, con inversiones previstas de unos 6.500 millones de euros. Además de OHL, otra española, Acciona (la empresa que adquirió Endesa junto con Enel), también ganó la licitación para un tramo (con inversiones previstas de unos 700 millones de euros).²⁵ La fuerte competencia que se verificó en la licitación muestra el interés de los inversionistas, nacionales y extranjeros, por este tipo de inversión, que en última instancia beneficia al usuario (Portal Fator Brasil, 2007; Portal Exame, 2007a).²⁶ El impulso en Brasil abre oportunidades a empresas que tradicionalmente se habían concentrado en otros países de la región.

En México, en el contexto del Programa Nacional de Infraestructura, un consorcio formado por ICA y Goldman Sachs ganó una licitación por concesiones de 548 km de carreteras, en la que compitieron también otros consorcios formados por empresas mexicanas, una brasileña, ibéricas y una australiana. En una operación menor, otro consorcio entre ICA y la española Fomento de Construcciones y Contratas (FCC) ganó una concesión por un tramo entre los Estados de Puebla y Veracruz. Además de las carreteras, las principales áreas que presentan oportunidades en la infraestructura en México son la electricidad, las telecomunicaciones y el agua potable y saneamiento (Programa Nacional de Infraestructura, México, 2007).

En los bienes raíces, los principales segmentos de expansión han sido el residencial, los centros comerciales y el turismo. También se registraron inversiones en segmentos de menor escala como estacionamientos, tiendas y edificios institucionales.

²⁴ Entre los principales ejemplos están la entrada de Acciona en Endesa, de ACS en Iberdrola y Unión FENOSA, y de Saar Vallehermoso en Repsol YPF. IBERDROLA, a su vez, ha aprovechado su experiencia interna en ingeniería y construcción para ampliar sus servicios a terceros, como se mencionó anteriormente.

²⁵ Uno de los factores a los cuales se atribuye el éxito de las empresas españolas son los subsidios del Fondo de Comercio Financiero otorgados por el Gobierno de España a actividades de empresas españolas en el exterior (*O Estado de São Paulo*, 2007).

²⁶ Otras empresas españolas se han destacado en el sector de autopistas. Abertis compró a otra española, ACS, en enero de 2008, sus participaciones en Autopista Central y Rutas del Pacífico en Chile, por un monto de aproximadamente 1.030 millones de dólares. Abertis ya operaba en los sectores de autopistas, aeropuertos, estacionamientos y parques logísticos (AméricaEconomía.com, 2008a).

En el mercado inmobiliario residencial, las características demográficas y económicas de América Latina han atraído inversiones de empresas que buscan complementar sus negocios en sus regiones de origen. Algunas empresas españolas, como Grupo Lar y Fadesa, han invertido grandes sumas en México, aprovechando las oportunidades de una población joven, con un déficit habitacional importante, para diversificar su cartera respecto del mercado español, sólido pero con pocas perspectivas de crecimiento (*Expansión*, 2007g).

En el segmento comercial, se destaca la inversión en centros comerciales. Los proyectos de nuevos establecimientos se han combinado con la compra de redes de centros comerciales ya establecidos, con perspectivas de ampliación. Para los inversionistas de países desarrollados, el crecimiento de la región y las perspectivas de ampliación del mercado por la estructura demográfica contrasta con escasas perspectivas de crecimiento en los mercados de origen (*Shopping Centers Today*, 2007). GE Real Estate ha sido especialmente activa en México, donde planea abrir 13 centros comerciales, y la canadiense Brascan en Brasil (*Expansión*, 2007h).

Las inversiones recientes de Brascan (subsidiaria brasileña de Brookfield Asset Management) en este sector han sido mediante adquisiciones y no construcción, pero abren perspectivas de ampliación física de los establecimientos. Brascan adquirió, en poco más de un año, 15 centros comerciales en Brasil e invirtió, en 2007, unos 2.000 millones de dólares en este segmento. La empresa apuesta a la expansión de una economía en crecimiento, con una población joven y una oferta todavía reprimida. Se estima que el número de centros comerciales en Brasil es reducido si se toma en cuenta el tamaño del país. Además de Brascan, las canadienses Cadillac Fairview (subsidiaria de Ontario Teachers' Pension Fund) e Ivanhoe Cambridge también han invertido en este sector (véase el capítulo IV) (*Shopping Centers Today*, 2007; Brascan, 2007).²⁷

En el segmento turístico, ha habido nuevos proyectos tanto en la expansión de redes urbanas como

en complejos turísticos y establecimientos de uso mixto, que combinan hoteles con condominios residenciales. Entre los principales inversionistas en este sector están las españolas Sol Meliá, NH, Riu y Barceló, las portuguesas Pestana y Vila Galé, y cadenas hoteleras como Accor (Francia) y las estadounidenses Thunderbird, Holiday Inn, Intercontinental y Starwood Hotels. Las empresas ibéricas han sido particularmente fuertes en el segmento de complejos turísticos, motivadas por el atractivo natural de América Latina y el Caribe, la cercanía lingüística y cultural y un contexto de encarecimiento del turismo en su mercado de origen. Entre los grandes inversionistas regionales de este sector están también el grupo mexicano Posadas y el jamaicano Sandals. El sector inmobiliario turístico ha sido muy importante en términos relativos en Centroamérica. En Costa Rica, desde hace algunos años este rubro se destaca entre los principales destinos de la IED que ingresa al país (CINDE, 2007).²⁸

b) IED en busca de recursos naturales

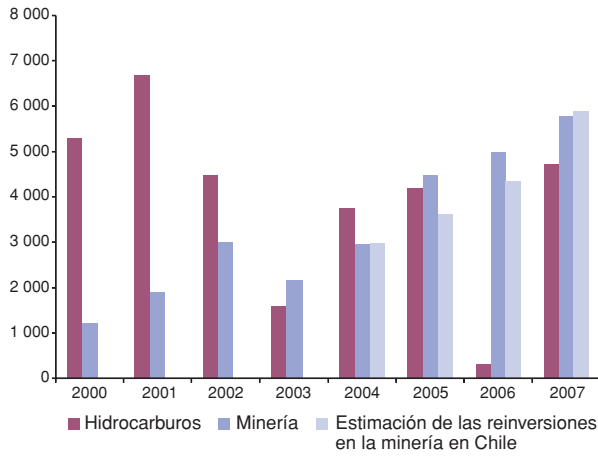
Durante otro año más, los sectores de recursos naturales han sido favorecidos por el contexto mundial de demanda creciente, especialmente de China. No obstante, este auge no se ha reflejado de manera uniforme en las tendencias de la IED en la minería y los hidrocarburos en América Latina y el Caribe.

Por una parte, la tendencia al incremento de las inversiones extranjeras en estos sectores es más evidente en la minería que en los hidrocarburos, sector en el cual son fuertes las petroleras estatales locales y donde los cambios regulatorios han generado mayor volatilidad de los flujos (véase el gráfico I.15). Esta configuración no difiere de la verificada a nivel mundial: las más grandes mineras mundiales son menores que sus contrapartes petroleras, pero la participación de las empresas transnacionales ha sido mayor en la minería que en los hidrocarburos debido a la fuerte presencia estatal en este sector (UNCTAD, 2007).

²⁷ También en el segmento comercial, las inversiones de empresas chilenas de construcción, operadores de centros comerciales y tiendas de comercio minorista están mencionadas en la sección D.

²⁸ En el sector turismo cabe señalar las inversiones en el sector aéreo, en el cual se destaca la compra del control de Aeroméxico por Banamex (Citigroup); de la uruguaya Pluna —que durante años fue controlada por Varig— por un grupo de inversionistas privados argentinos y uruguayos bajo la empresa Leadgate Investment Corp.; y los planes de la brasileña Ocean Air de instalarse en Paraguay. En Brasil, después de una importante concentración de mercado resultante de la compra de Varig por Gol y de la quiebra de BRA, una de las operadoras menores, se vuelve a analizar la posibilidad de eliminar la restricción a la participación extranjera en compañías aéreas, actualmente del 20%. El grupo español Marsans, en tanto, aumenta sus operaciones en rutas de cabotaje y regionales mediante Air Comet en Chile y Austral en Argentina, mientras se habla de una posible venta de su participación en Aerolíneas Argentinas (En vivo desde SCL, 2008).

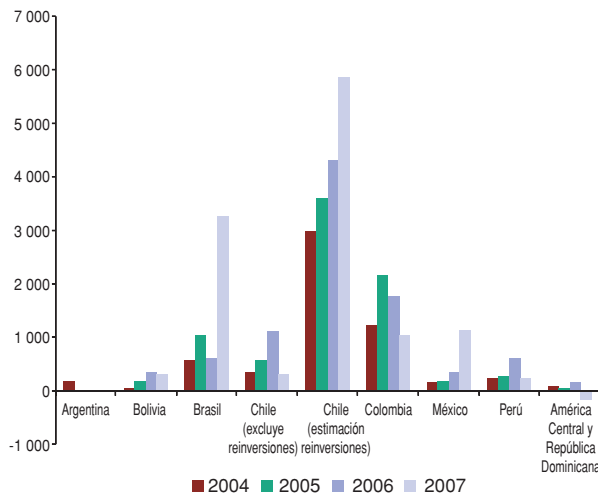
Gráfico I.15
CORRIENTES DE IED EN LA MINERÍA Y EN LA EXPLORACIÓN Y PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS – PAÍSES SOBRE LOS CUALES SE DISPONE DE DATOS^a
 (En millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales disponibles al 31 de marzo de 2008.

^a Excluye algunos tipos de reinversión de utilidades en Chile. Excluye a Argentina a partir de 2005. Como en el caso de Chile, los datos de Perú corresponden a una fracción del total de la inversión registrada en la balanza de pagos.

Gráfico I.16
CORRIENTES DE IED EN LA MINERÍA – PAÍSES SOBRE LOS CUALES SE DISPONE DE DATOS^a
 (En millones de dólares)



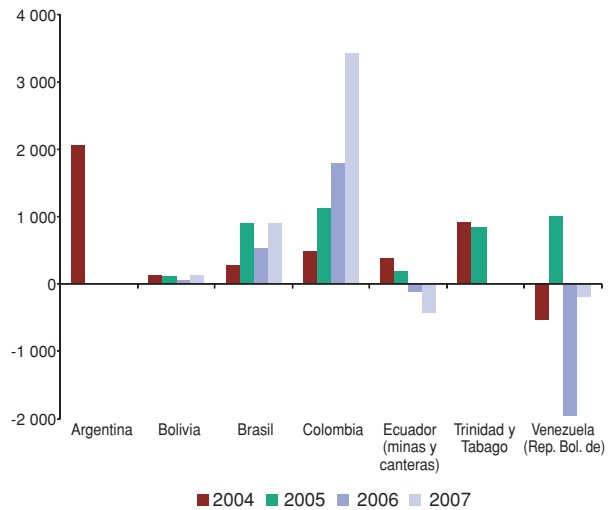
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

^a No hay datos disponibles para Argentina a partir de 2005.

Por otra parte, entre 2006 y 2007 el aumento que se infiere de los datos agregados está sumamente concentrado en algunos países: Chile y Brasil en la minería y Colombia en los hidrocarburos (veáanse los gráficos I.16 y I.17).²⁹

Es probable que Argentina y Perú también hayan recibido considerables montos de inversión en estos sectores. No obstante, no se han publicado cifras sobre la distribución sectorial de la IED en Argentina en 2007 y las cifras existentes para Perú reflejan solo un porcentaje del total de la IED registrada en la balanza de pagos. Además de la minería y los hidrocarburos, los altos precios del petróleo y los avances tecnológicos, especialmente en el sector automotor, han abierto mejores perspectivas para la adopción a gran escala y a nivel mundial de combustibles alternativos como el etanol, que han generado inversiones de empresas extranjeras en América Latina.

Gráfico I.17
CORRIENTES DE IED EN LA EXPLORACIÓN Y PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS – PAÍSES PARA LOS CUALES SE DISPONE DE DATOS^a
 (En millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

^a No están disponibles datos para Argentina a partir de 2005, ni para Trinidad y Tabago a partir de 2006.

²⁹ Cabe mencionar que ha habido un movimiento de compras y ventas, especialmente en el sector minero, entre empresas transnacionales. Estas operaciones no generan, necesariamente, corrientes de IED, por lo cual estas últimas pueden subestimar el grado de dinamismo de la industria. Algunos ejemplos recientes han sido la compra de Glamis (Estados Unidos) por Goldcorp (Canadá) en 2006 y de Meridian (Estados Unidos) por Yamana (Canadá) en 2007 (véase el capítulo IV). Chile ha sido uno de los principales destinos de la IED en la minería. Gran parte de estas inversiones se dio mediante reinversiones de utilidades que no son consideradas en las cifras oficiales sobre la distribución sectorial de la IED en Chile. Según estimaciones de las autoridades sobre las dimensiones de estas inversiones, es evidente que hubo un aumento aún más pronunciado de la IED en minería en la región.

i) Minería

El impulso a la minería en América Latina se da en el contexto de una transformación de la industria mundial. Con respecto a la demanda, aumenta la importancia de los países emergentes, en especial China. Con respecto a la oferta, se observa un impulso más bien de consolidación. América Latina y el Caribe ha sido un destino privilegiado de inversiones en la minería, tanto bajo la forma de adquisiciones (en un contexto de creciente consolidación de la industria) como de inversiones en exploración y producción. Mientras que algunas empresas buscan diversificación y escala, otras buscan fortalecerse en los metales que constituyen reserva de valor. Los principales desafíos están en la incertidumbre regulatoria en algunos países y obstáculos en materia de infraestructura y recursos humanos, de ingeniería y construcción.

Como se mencionó, de acuerdo con las cifras y estimaciones disponibles, Chile y Brasil fueron los países más beneficiados por el auge minero en 2007. No obstante, es interesante notar que se han registrado volúmenes considerables de inversiones en este sector en países que no habían sido hasta ahora importantes destinos de inversión extranjera en minería, en particular México (véase el gráfico I.16).

En las estrategias de las empresas del sector minero es importante distinguir entre las empresas que producen productos básicos y buscan diversificación, de las que producen oro y plata y buscan valorizarse ampliando su producción de estos mismos metales.³⁰ En ambos casos, no obstante, las principales empresas buscan incrementos de escala para enfrentarse al proceso de consolidación y tener acceso a recursos que permitan desarrollar sus reservas.

En el primer grupo —de las mineras que buscan diversificación— se destacan las actividades de BHP, Freeport McMoran, Anglo American y Xstrata (las operaciones internacionales de las principales mineras latinoamericanas se describen en la sección D).

BHP, que concentra su producción de metales de base en Chile y Perú, está invirtiendo en exploración en Colombia y Guatemala y desarrollando un proyecto de bauxita en Suriname. El objetivo de sus inversiones anunciadas en Brasil sería el de agregar valor a su producción. La empresa está invirtiendo en la expansión de la refinería de aluminio de Alumer y en una tercera planta de pelotas de hierro de Samarco. En Chile, además de las inversiones estrictamente en minería, la empresa ha

invertido en el suministro de energía (con plantas de regasificación de gas natural licuado GNL) y agua en sus operaciones. Esta empresa se destaca por sus actividades tanto en la minería como en el sector de hidrocarburos, en el cual tiene operaciones en gas en Trinidad y Tabago (BHP Billiton, 2007). Freeport–McMoran (que compró Phelps Dodge) se ha concentrado en el crecimiento orgánico. Sus principales proyectos de expansión en América Latina corresponden a sus participaciones en la mina chilena El Abra y en la peruana Cerro Verde (*Business News Americas*, 2007b).

La estrategia de Anglo American, que en América Latina produce metales básicos, carbón y metales ferrosos, consiste en ser la empresa con mayor valor agregado en el ramo de los metales básicos. Anticipando un déficit en la oferta de cobre en la próxima década, procura aprovechar las oportunidades de expansión relativas a este mineral, al zinc y al níquel. Esta visión ha motivado proyectos en Chile (Los Bronces), en Brasil (donde además de haber descubierto una importante reserva de níquel, compró la minera MMX Minas Rio Mineração e Logística) y Perú (donde se adjudicó la licitación del proyecto cuprífero Michiquillay) (*Valor econômico*, 2008b; Anglo American, 2007; AméricaEconomía.com, 2007e).

Xstrata a su vez incrementó las inversiones en la producción de carbón en Colombia que había comprado en 2006, además de invertir en sus operaciones de cobre y zinc en Chile y Perú, y níquel en Brasil. En América del Sur se generó el 27% de los ingresos de Xstrata en 2006 y el 43% de los beneficios antes de intereses e impuestos (Xstrata, 2007).

Entre las mineras que se concentran en la explotación del oro y la plata, las empresas canadienses se han destacado con varias adquisiciones recientes (véase el capítulo IV).³¹ Entre un gran número de operaciones menores se destaca la compra, al final de 2006, de Glamis (Estados Unidos) por Goldcorp (Canadá). A pesar de que la adquisición se realizó entre empresas norteamericanas, el principal objeto es la mina de Peñasquito (oro, plata, zinc y plomo) en México. La operación permitió financiar las inversiones en esta mina al unir las fuerzas de dos empresas menores. En 2007, Goldcorp revisó al alza sus planes de inversión en la mina de Peñasquito en México y vendió el 25% de la producción de plata de la mina a Silver Wheaton. Barrick Gold, en tanto, compró el control de la mina Cerro Casale en Chile a Arizona Star y Rusoro Mines compró los activos de la sudafricana Gold Fields en

³⁰ En muchos casos, debido a la naturaleza de las reservas, se vincula la producción de oro y plata con la de otros metales.

³¹ La bolsa de valores de Toronto es una de las principales fuentes de financiamiento para la minería.

República Bolivariana de Venezuela. Estas adquisiciones se han acompañado con importantes inversiones en exploración y producción. Se destaca también, en la minería de oro, el descubrimiento por Anglo Gold Ashanti (Sudáfrica, Reino Unido) de nuevos depósitos de oro en Colombia (Miningmx, 2007).

El ingreso de inversionistas asiáticos al mercado regional ha sido especialmente prominente en la minería. A pesar de las perspectivas de reforma del régimen tributario de la minería en Bolivia, se puso en marcha el proyecto de desarrollo de El Mutún por Jindal Steel de India, que había sido suspendido en 2006 debido a la falta de un acuerdo respecto del suministro de gas. El proyecto prevé inversiones de 2.100 millones de dólares en ocho años. También en Bolivia, en una inversión menor, la estatal coreana Korea Resource anunció un proyecto conjunto con Comibol, la Corporación Minera de Bolivia, para explotar una mina de cobre (AméricaEconomía.com, 2007j). Entre los inversionistas chinos, se destaca Aluminium Corporation of China (Chinalco), que compró Peru Copper, que a su vez tiene los derechos sobre el proyecto cuprífero Toromocho. La empresa anunció nuevas inversiones en sociedad con la Empresa Minera del Centro de Perú (Centromin). Peru Copper era uno de los últimos productores independientes de cobre en Perú. Para la empresa, se trató de una operación estratégica para entrar en ese país. También en Perú, el consorcio chino Zijin Mining compró Monterrico Metals, que era propietario del proyecto Río Blanco. Este último podría convertirse en la segunda mayor operación cuprífera de Perú, con inversiones estimadas en 1.440 millones de dólares (América economía, 2007h; AméricaEconomía.com, 2007k). En operaciones menores, Bosai Minerals compró la productora de bauxita Linden en Guyana y anunció planes de expansión y construcción de una refinería, mientras que MCC compró la mina de Sierra Grande, en Argentina.

Algunos desafíos para la minería en América Latina están relacionados con la incertidumbre regulatoria (en particular respecto de los impuestos) y la gestión de los efectos de la actividad minera en las comunidades locales y el medio ambiente.³² Aunque estos efectos son de relevancia en todo el mundo, existen situaciones de particular sensibilidad en la región. En Ecuador, por ejemplo, los principales depósitos conocidos de cobre —Mirador y Junín— están localizadas en áreas extremadamente vulnerables desde el punto de vista ambiental y de las comunidades indígenas (América economía, 2007i). La resistencia al proyecto Pascua Lama en la frontera entre Chile y

Argentina también es conocida. En Centroamérica, que tiene un importante potencial minero, se enfrenta el desafío de llegar a una regulación que asegure una actividad sostenible y responsable, con efectos positivos en las comunidades locales, y al mismo tiempo una rentabilidad aceptable que justifique inversiones en un sector que podría contribuir al crecimiento de estos países. Otro conjunto de desafíos para la minería consiste en los crecientes costos y obstáculos para acceder a recursos clave como energía, recursos humanos y capacidad de ingeniería y construcción, que dificultan la expansión de las operaciones.

ii) *Hidrocarburos*

En el sector de hidrocarburos el aumento de la IED en 2007 está sumamente concentrado en Colombia. Destaca también un menor volumen de desinversiones en este sector en República Bolivariana de Venezuela respecto de 2006 (véase el gráfico I.17). Cabe mencionar que, mientras que en Bolivia y Brasil se consideran las inversiones recibidas, y por lo tanto no las desinversiones, en los demás se consideran las inversiones netas recibidas, lo que explica los montos negativos en Ecuador (2006) y República Bolivariana de Venezuela (2004, 2006, 2007).

En lo que se refiere al comportamiento de las empresas transnacionales, ha habido un cambio en la composición de los inversionistas en el sector de hidrocarburos, tanto en los segmentos de las industrias proveedoras de materias primas (*upstream*) —exploración y producción— como en el de las industrias consumidoras de materias primas (*downstream*) (véase el recuadro I.5). Los operadores regionales y de otros países en desarrollo han ganado espacio, mientras que algunas de las empresas transnacionales tradicionales han optado por reducir sus activos en la región. Las decisiones estratégicas para el sector adoptadas por los países han influenciado este cambio, así como la distribución de la inversión entre los países. Los nuevos hallazgos y las buenas perspectivas relativas a la demanda regional han aumentado el atractivo del segmento de gas.

La nacionalización del sector y la toma de control por el Gobierno de República Bolivariana de Venezuela de los cuatro proyectos de la faja oriental del Orinoco en ese país, la nacionalización anunciada en 2006 en Bolivia, la renegociación de contratos con empresas privadas en Ecuador, los cambios en los impuestos sobre los ingresos extraordinarios del sector en Ecuador y los impuestos a la exportación de hidrocarburos en

³² Estos desafíos no son exclusivos de América Latina y el Caribe y fueron descritos ampliamente en UNCTAD (2007).

Argentina fueron algunas de las medidas que, al buscar asegurar que la explotación de los recursos de petróleo y gas generen mayores beneficios para las economías locales, han contribuido a reducir el atractivo de estos destinos para las inversiones privadas. A pesar de que una gran parte de las empresas transnacionales han

optado por permanecer en estos países, renegociar contratos con los gobiernos y comprometer nuevas inversiones, también es cierto que muchas de las grandes empresas han reforzado su presencia en otros países y regiones o en su país de origen.

Recuadro I.5

DISTRIBUCIÓN DE COMBUSTIBLES: MOVIMIENTO DE SALIDA

La baja rentabilidad y problemas regulatorios han generado un movimiento de salida de las grandes transnacionales petroleras del segmento de distribución y venta minorista de combustibles. Los espacios dejados han sido vorazmente ocupados por empresas de la región.

Royal Dutch Shell fue la primera de las grandes petroleras en reducir sus activos de distribución y comercialización, cuando en 2004 y 2005 vendió operaciones en Perú y Ecuador a la chilena ENAP; en Uruguay, Paraguay y Colombia a la brasileña PETROBRAS. Se consideró una posible venta también de las operaciones en Argentina y Chile, que no se confirmó pero suscitó nuevamente el interés de PETROBRAS,

ENAP, PDVSA y Enarsa. Aunque los representantes de la empresa no hayan hablado recientemente de salir de Argentina, algunos hechos recientes han llevado a especulación en la prensa —en especial, la presión sobre los márgenes de la empresa—, con precios internacionales altos de petróleo crudo y presión a la baja sobre los precios locales del combustible, agravada por el cierre temporario de su refinería por cuestiones ambientales.

Chevron anunció en 2005 su salida de la comercialización de combustibles en Perú, vendida a la peruana Pecsca, y la venta de 15 estaciones de servicio en Colombia a Combustibles de Colombia. En 2006 vendió una red de 65 estaciones

de servicio en Ecuador a la colombiana Terpel y en 2007 anunció la venta de 90 estaciones en Uruguay a la estatal DUCSA (operarán bajo la marca Ancap).

En el contexto de una decisión de reducir la concentración de sus activos y ventas en América del Sur, Repsol YPF decidió vender su subsidiaria chilena, propietaria de 210 estaciones de servicios, a Terpel, la misma empresa colombiana que había comprado los activos de Chevron en Ecuador.

Por último, en abril de 2008 se anunció la venta por el grupo ExxonMobil al grupo brasileño Cosan de los activos de distribución y comercialización de combustibles en Brasil.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de CNNExpansion.com, "Esso saldrá del mercado de Argentina", 30 de agosto de 2007; Global Insight Same Day Analysis, "ExxonMobil considering selling up in Argentina, according to report", 31 de agosto de 2007 y "Shell declares force majeure in Argentina", 7 de septiembre de 2007; AméricaEconomía.com, "PETROBRAS y Shell hacen oferta por activos de Exxon en Brasil", 25 de enero de 2008; Latin Counsel; AméricaEconomía.com, "Terpel comprará activos Repsol YPF en Chile", 25 de octubre de 2007; *Diario Financiero*, "Colombiana Terpel llegaría a Chile con compra de bencineras de YPF", 25 de octubre de 2007; "Cosan compra ativos da Esso por US\$ 826 milhões", *Valor econômico*, 24 de abril de 2008.

En otros países, el objetivo principal de las políticas ha sido atraer nuevas inversiones para asegurar las necesarias inversiones en exploración y producción. En Colombia, Perú, Chile y Trinidad y Tabago se han realizado nuevas licitaciones y tomado medidas que buscan incrementar su atractivo. Sobresale, en Colombia, la perspectiva de que la segunda oferta pública de acciones de Ecopetrol, que ha de realizarse en 2008, sea abierta a empresas extranjeras (*Business Latin America*, 2007f). Colombia —que fue el país que más inversiones recibió en el sector de hidrocarburos en 2007— también ha sido el foco de interés de una generación de petroleros menores, atraídos por un buen ambiente regulatorio (*América economía*, 2007j). En Trinidad y Tabago, que ha registrado una merma de sus reservas de gas, ha cambiado la regulación de los contratos de producción de petróleo y gas para permitir incentivos fiscales a la exploración. El nuevo régimen permite la consolidación de utilidades y pérdidas en el trabajo de exploración en aguas profundas, lo que reduciría la carga fiscal (*Business Latin America*, 2007g).

En Brasil, a pesar de un marco regulatorio favorable a las inversiones, la predominancia de PETROBRAS ha sido considerada como un obstáculo al ingreso de empresas transnacionales. De hecho, estas fueron poco activas en la ronda de licitaciones que tuvo lugar en noviembre, de la cual se retiraron 41 bloques respecto del plan original. Paradójicamente, PETROBRAS, que en 2007 hizo nuevos descubrimientos que cambian en gran medida su nivel de reservas, tampoco fue muy activa en estas licitaciones, en las que las grandes vencedoras fueron otras empresas privadas brasileñas (*Business Latin America*, 2007h). De esta manera, aunque las inversiones extranjeras en este sector estén aumentando, son todavía relativamente pequeñas si se comparan con el potencial energético de este país.

En este contexto, algunas de las grandes empresas transnacionales optaron por vender activos en América Latina, fomentar el crecimiento en otras regiones o cambiar el núcleo de sus inversiones regionales.

En su estrategia de crecimiento, Repsol YPF definió África y el Medio Oriente como destinos

prioritarios.³³ En forma simultánea, anunció la decisión de vender activos en América Latina. En diciembre la empresa firmó un acuerdo para la venta del 15% de su filial argentina al grupo Petersen por 2.235 millones de dólares. Los fondos recaudados con la venta de participación en YPF serían utilizados para financiar su expansión en exploración petrolífera especialmente en África del Norte y el Medio Oriente (*América economía*, 2007k, 2007l). Repsol YPF también vendió su subsidiaria de distribución de combustibles en Chile a la colombiana Terpel (véase el recuadro I.5). No obstante, nuevos hallazgos de gas en Bolivia y Perú podrán impulsar las inversiones en estos países (*AméricaEconomía.com*, 2007l, 2008b).

Al contrario de otras empresas, ExxonMobil y ConocoPhillips no llegaron a un acuerdo con el Gobierno de República Bolivariana de Venezuela y rechazaron los nuevos términos contractuales propuestos para los proyectos de la faja del Orinoco. Los términos de la compensación son objeto de un proceso de arbitraje ante el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI). Estos hechos han incidido en la posición de la región y sus países en los planes de inversión de estas empresas. Ninguno de los principales proyectos de Exxon y de ConocoPhillips está en América Latina. ConocoPhillips vendió su participación en campos de gas en Argentina a PETROBRAS, pero por otra parte aumentó sus operaciones en Perú por medio de su subsidiaria Burlington Resources Peru (ExxonMobil, 2007; ConocoPhillips, 2007).³⁴

Por último, después de vender sus operaciones de elaboración secundaria para fomentar su crecimiento en ese mismo segmento en China, India, Malasia, Singapur e Indonesia, Royal Dutch Shell adquirió nuevas concesiones en Colombia y tiene entre sus principales objetivos de crecimiento el campo en aguas profundas BC-10 en Brasil. En el marco de sus esfuerzos para establecer una posición de liderazgo global en el gas natural licuado (GNL), ha invertido en plantas de regasificación de GNL en México (Royal Dutch Shell, 2007).

Por otra parte, sigue creciendo el interés de empresas de otros países en desarrollo en el sector de hidrocarburos en la región. Una operación conjunta de China National Petroleum Corp (CNPC) y Pluspetrol descubrió petróleo en el norte de Perú y evalúa su viabilidad comercial. Los activos de Encana (Canadá) en Brasil fueron vendidos a un consorcio de empresas

indias —Bharat Petroleum y Videocon Industries. Una empresa de Qatar estaría interesada en invertir en el proyecto de la petrolera estadounidense Occidental Petroleum para construir una refinería de crudos pesados en Panamá (*AméricaEconomía.com*, 2007m). En Argentina, New Times Group Holdings (Hong Kong) compró dos yacimientos petroleros por 1.300 millones de dólares (Reuters, 2008b). En República Bolivariana de Venezuela, Sinopec y CNPC, de China, firmaron memorandos de entendimiento para la constitución de empresas mixtas con PDVSA. Petropars (Irán), Petrovietnam y Bielorusneft son algunas de las empresas que tienen proyectos conjuntos con PDVSA para exploración y producción en República Bolivariana de Venezuela (Dirección General de Prensa Presidencial, República Bolivariana de Venezuela, 2007; *AméricaEconomía.com*, 2007n).

Las dos principales petroleras latinoamericanas con presencia internacional, PETROBRAS y PDVSA, siguen expandiendo su presencia regional, tema tratado en la sección D.

iii) *Biocombustibles*

La búsqueda de alternativas energéticas a los hidrocarburos ha motivado gran interés en la producción de biocombustibles por parte de empresas de diferentes orígenes (locales, extranjeras; empresas de energía, agrícolas, conglomerados, sociedades mercantiles, fondos de capital privado) pero no particularmente de las empresas de hidrocarburos. Brasil ha sido el principal destino de las inversiones, pero otros países de la región también empiezan a recibir inversiones extranjeras.

Las inversiones extranjeras se han destinado a diversos segmentos en la cadena de producción de los biocombustibles, desde el cultivo de caña de azúcar y otros cultivos usados como materia prima hasta el procesamiento y la producción y comercialización del combustible. Entre las grandes adquisiciones del sector se destaca la compra de Dedini Agro por Abengoa (España). Brookfield Asset Management ha invertido en el componente agrícola de la producción. La francesa Louis Dreyfus y Noble Group, de Hong Kong (RAE de China), compraron usinas de refinamiento y producción de etanol. Los fondos Carlyle y Riverstone Holdings (Singapur) hicieron inversiones en Companhia Nacional do Açúcar e do Alcool (CNAA) para la expansión de sus plantas de azúcar y etanol. Mitsui y Eni han invertido en sociedad

³³ En febrero anunció el mayor descubrimiento de un yacimiento petrolífero en la historia de la compañía en Libia.

³⁴ Total y BP, en tanto, recibieron una compensación por sus derechos de operación sobre el campo petrolero de Jusepín, que República Bolivariana de Venezuela controlaba desde abril de 2006. Las dos empresas no estuvieron de acuerdo con migrar al modelo de empresa mixta con mayoría estatal. El pago se hizo en barriles de petróleo.

con PETROBRAS, que a su vez está invirtiendo en otros países como Colombia y República Dominicana, con el objetivo de beneficiarse de las condiciones preferenciales de acceso de estos países al mercado de Estados Unidos (AméricaEconomía.com, 2007o). Entre los demás inversionistas en este sector, se puede mencionar a las estadounidenses Maple, Peru Biofuels y Adeco y la española Bioterra.

En algunos países se han tomado medidas para fomentar esta industria. En México, en particular, está en discusión en el Senado una ley que facilitaría la producción (AméricaEconomía.com, 2007p). Entre los grandes desafíos para el despegue de las inversiones en este sector están el proteccionismo en los grandes mercados y la volatilidad de los precios globales del azúcar, que afecta a su vez el precio del alcohol, además de la apreciación cambiaría en el caso de Brasil (*Valor online*, 2007b; *Latin Finance*, 2007e). Desde el punto de vista de las políticas públicas, existe preocupación respecto de las repercusiones que podría tener el fomento de la actividad agrícola para producción de biocombustibles en los precios de los alimentos (Razo y otros, 2007).

c) IED en busca de eficiencia

La importancia de Estados Unidos como mercado para las exportaciones de manufacturas desde México y la Cuenca del Caribe hace de este el sector más vulnerable a una retracción de la economía norteamericana. De hecho, si bien el volumen de las inversiones en México y la Cuenca del Caribe ha aumentado en 2007, este incremento se debió principalmente a los sectores no manufactureros.³⁵ No obstante, en México las inversiones en la industria automotriz aumentaron respecto de 2006. Las correspondientes a la electrónica se mantuvieron estables y las que se hicieron en la categoría de máquinas de oficina, cálculo y procesamiento informático bajaron pero se mantuvieron a niveles superiores a los de 2004. Las inversiones en la categoría de textiles y vestuario disminuyeron respecto de 2006, pero más que una reacción a la coyuntura norteamericana esta parece ser una tendencia a más largo plazo.

Varios factores han contribuido para que la

desaceleración en Estados Unidos no haya tenido efectos más drásticos en las inversiones en busca de eficiencia en 2007 y que estas se hayan mantenido relativamente estables. En primer lugar, la economía estadounidense tuvo un crecimiento relativamente alto en los tres primeros trimestres de 2007. En segundo lugar, los efectos a corto plazo de la desaceleración en el mercado estadounidense en las operaciones de las empresas transnacionales exportadoras en México y la Cuenca del Caribe serían en los niveles de actividad (producción, empleo), más que en las inversiones, que requerirían un plazo mayor de ajuste a una nueva situación de mercado. El epicentro de la crisis, el mercado de créditos inmobiliarios, afectó más inmediatamente a sectores que no recurren en gran medida a las importaciones, mientras que los efectos en la IED son indirectos, dependientes de la escala de la desaceleración y su efecto en la demanda. Por último, el crecimiento de la demanda dentro de América Latina y el Caribe, la entrada en vigor del acuerdo de libre comercio de México con Japón y la apreciación del euro, entre otros factores, permitieron un mayor grado de diversificación del destino de las exportaciones de la subregión. No obstante, de confirmarse una grave recesión en Estados Unidos, las inversiones extranjeras resultarían afectadas a partir de 2008.

Más allá de los efectos coyunturales de la desaceleración en Estados Unidos, las operaciones de las empresas transnacionales manufactureras en México y la Cuenca del Caribe pasan por una transformación en virtud de la competencia asiática. Los países buscan desarrollar nuevas fuentes de ventajas comparativas y atraer inversiones hacia nuevos sectores y hacia productos y servicios de mayor valor agregado.

El sector automotor y la electrónica siguen siendo los principales destinos de la inversión en busca de eficiencia en México (véase el cuadro I.5). En la subsección i) se analizan las principales tendencias en la IED en la industria automotriz de México. A la electrónica —y en particular a la electrónica aplicada a la información y las comunicaciones— se dedica el capítulo II. En la subsección ii) se examina el proceso de diversificación de la IED en Centroamérica y el Caribe.³⁶

³⁵ Considerando los datos disponibles de El Salvador, Honduras, Nicaragua y México.

³⁶ Un ejemplo de los nuevos sectores en los cuales se enfocan los esfuerzos de atracción de la IED a México es el aeroespacial. El atractivo del sector está en que supone aplicaciones de alta tecnología y actividades intensivas de investigación y desarrollo, genera productos de alto valor agregado y permite remuneraciones más altas en promedio. El atractivo de México para las empresas consiste en los costos operacionales más bajos que en América del Norte y la mano de obra formada en la industria automotriz y eléctrico-electrónica. Tiene además la ventaja de la proximidad geográfica con Estados Unidos. La estrategia del país para atraer inversiones en este sector prevé un progresivo aumento del contenido mexicano de los productos finales. En la actualidad, algunos de los principales productos son las turbinas, componentes para los paneles y procesos como la inyección plástica. Las empresas Labinal, Hamilton Sundstrand, Honeywell, GE, Snecma y otras tienen proyectos de desarrollo de proveedores en México. GE ITP, Bombardier y Honeywell tienen actividades de ingeniería de diseño en el país. Las exportaciones del sector han crecido firmemente desde 2003 y llegan a unos 1.600 millones de dólares en 2007 (*ProMexico*, 2007; *Expansión*, 2007i).

Cuadro I.5
10 MAYORES TRANSNACIONALES EXPORTADORAS DE MÉXICO, 2006

Clasificación 2006	Empresa	País	Sector	Exportaciones (en millones de dólares)	Exportaciones/ ventas (en porcentajes)
1	DaimlerChrysler de México	Alemania	Automotor y repuestos	6 344	64,5
2	Volkswagen de México	Alemania	Automotor y repuestos	5 397	67,9
3	Ford Motor Company	Estados Unidos	Automotor y repuestos	5 193	59,8
4	Sanmina–SCI ^a	Estados Unidos	Electrónica	5 046	162,0
5	General Motors de México	Estados Unidos	Automotor y repuestos	3 279	27,7
6	Hewlett–Packard Mexico	Estados Unidos	Electrónica	2 919	76,2
7	Schneider Electric	Francia	Equipo eléctrico	1 008	78,7
8	Siemens	Alemania	Equipo eléctrico	667	39,4
9	Molymex	Chile	Metales	383	94,1
10	Boehringer Ingelheim	Alemania	Química farmacéutica	275	43,3

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de “Las 100 importadoras y exportadoras más importantes de México”, *Expansión*, 6 al 20 de agosto de 2007; y base de datos de la revista *América economía*.

^a Exportaciones e importaciones incluyen maquinaria y equipo.

i) *Industria automotriz en México: en transformación*

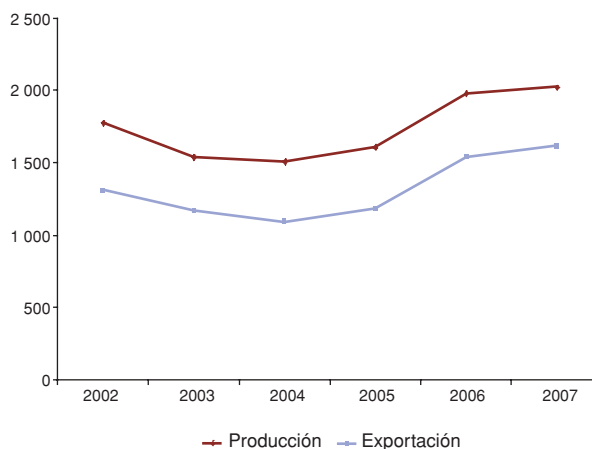
En 2007, la producción de automóviles en México se mantuvo relativamente estable respecto de 2006, con un leve aumento del 2% que permitió romper la barrera de los dos millones de vehículos. A pesar de una desaceleración de las exportaciones a partir del segundo semestre, en el acumulado del año las exportaciones de automóviles de México fueron un 5% superiores a las de 2006, con 1,6 millones de vehículos (AMIA, 2008; véase el gráfico I.18). La desaceleración en Estados Unidos no tuvo mayor impacto en las exportaciones mexicanas, sobre todo por haber afectado la demanda de automóviles tarde en el año. Además, dos transformaciones incipientes pueden haber contribuido al aumento de las exportaciones: la diversificación del destino de las exportaciones y el crecimiento de las inversiones en los segmentos de bajo costo e híbridos.³⁷

La apreciación del euro y de las monedas sudamericanas y el crecimiento de la demanda en América del Sur llevaron a mayores exportaciones desde México a esa subregión y a Europa. Estas fueron impulsadas también por los acuerdos bilaterales vigentes entre México y el Mercosur, por una parte, y la Unión Europea, por otra, que han estimulado la diversificación de las exportaciones. De hecho, en contraste con un aumento del 5% en las exportaciones, las ventas a Europa aumentaron un 58% y a América del Sur un 73%, llegando al 12% y 6% del total, respectivamente.³⁸ Volkswagen y Renault–Nissan fueron

las empresas que más vendieron a Europa y América del Sur desde México y también las que ganaron participación en la producción y en las exportaciones entre 2006 y 2007 (véase el gráfico I.19) (*Expansión*, 2007j; AMIA, 2007, 2008).

En segundo lugar, hubo anuncios de inversiones para la producción de nuevos modelos, atendiendo a tendencias globales de vehículos más pequeños, más baratos, menos dependientes del petróleo y menos contaminantes. GM, por ejemplo, anunció una inversión de 500 millones de dólares en México para la producción

Gráfico I.18
MÉXICO: PRODUCCIÓN Y EXPORTACIÓN DE AUTOMÓVILES
(En miles de unidades)

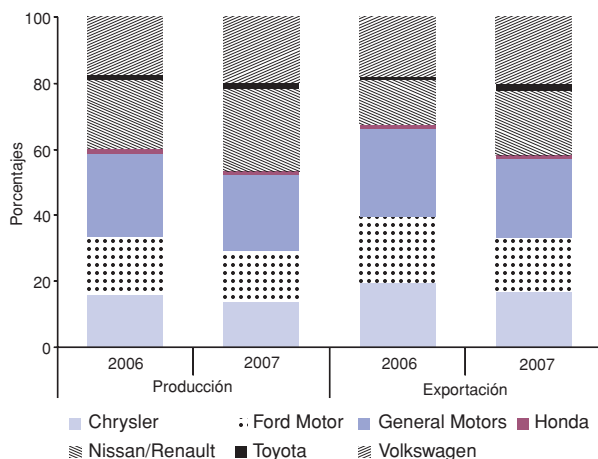


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA), “Resultados año 2007: récord en exportaciones y producción, 5% y 2,2%, respectivamente; Caída en ventas internas del 3,5%”, 2008.

³⁷ Cabe mencionar también el esfuerzo de reducir los costos de los insumos, que llevó en 2006 a la reducción unilateral de aranceles para más de 6.000 clasificaciones de productos en 18 sectores.

³⁸ Pese a que las exportaciones a Asia aumentaron más del 900%, siguen siendo pequeñas en montos absolutos, con aproximadamente 12.000 vehículos en 2007.

Gráfico I.19
MÉXICO: PRODUCCIÓN Y EXPORTACIÓN DE AUTOMÓVILES
POR EMPRESA
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA) [en línea] www.amia.com.mx.

de autos híbridos (gasolina y electricidad) bajo la marca Saturn View. Los autos se destinarán a Estados Unidos y posiblemente se comercialicen en México en el futuro (AméricaEconomía.com, 2007q). El impulso en la industria global de los vehículos de bajo costo obedece al estancamiento de las ventas en los mercados desarrollados, que ha llevado a las empresas automotrices a empeñarse en conquistar mercados emergentes. Como se mencionó anteriormente, los vehículos híbridos son una respuesta a los altos precios del petróleo. En lo que se refiere a los autos menos contaminantes, cabe señalar la revisión de los estándares de emisión —estándar empresarial promedio de ahorro de combustible— en Estados Unidos y las iniciativas de la Comisión Europea para reducir las emisiones de anhídrido carbónico (*The Economist*, 2007a; PricewaterhouseCoopers Automotive Institute, 2007a).

Una ventaja de México como destino de inversiones en el mercado de bajo costo consiste en que el respaldo del mercado interno podría proporcionar escala suficiente para justificar nuevos proyectos que llegarían igualmente a Estados Unidos y Canadá (PricewaterhouseCoopers Automotive Institute, 2007b). Como se mencionó en la subsección a), algunas empresas están invirtiendo en un primer momento en el mercado local para luego vender a los grandes mercados, donde los autos de bajo costo son todavía un mercado de nicho. Además de las mencionadas, la empresa china ZX anunció la instalación de su primera planta mexicana en Tijuana, para ensamblar SUVs para el mercado estadounidense

y otros. Chamco—Auto planea establecer una planta en Tijuana en 2009 y Nissan está desarrollando un auto de 2.400 dólares que produciría en México (Global Insight, 2007; PricewaterhouseCoopers Automotive Institute, 2007c; *Expansión*, 2007k).

ii) Centroamérica y el Caribe: diversificación hacia un mayor valor agregado³⁹

La industria del vestuario fue tradicionalmente el principal núcleo de las inversiones en busca de eficiencia en los países de Centroamérica y el Caribe. Con el incremento de la competencia de Asia por el mercado estadounidense —en el cual ha sido determinante el fin de la vigencia del Acuerdo sobre los Textiles y el Vestido— las exportaciones del sector desde estos países (y desde México) —y por ende las actividades industriales— se han reducido. En 2007, esta tendencia ha continuado: Hannesbrands (Estados Unidos) cerró varias de sus plantas en América Latina y el Caribe, con las mayores pérdidas de empleo en República Dominicana (2.500) y México (2.200) y Fruit of the Loom cerró sus operaciones en Honduras donde empleaba 800 personas (Business Latin America, 2007i, 2007j; Global Insight, 2007). En este contexto, en esta subregión se han buscado nuevas fuentes de ventajas en el sector de vestuario y en forma simultánea la diversificación hacia otros sectores.

El Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos (CAFTA–RD) ha dado un nuevo impulso al sector del vestuario pues mejora el acceso de los países signatarios al mercado estadounidense. No obstante, una de las principales oportunidades para encontrar nuevas fuentes de ventaja competitiva en este sector surge de las tendencias en la industria hacia la producción sincronizada con la demanda y la especialización. En este contexto, se ha buscado mejorar el atractivo de los países de la región como proveedores verticalizados o de “paquetes completos”, tratando de orientarse hacia nichos que requieren rápida respuesta al mercado por cambios de moda o estacionalidad (Padilla y otros, 2008). En El Salvador, la presencia de empresas en cada una de las etapas de elaboración de las prendas de vestir permitiría explorar nichos específicos con mayor valor agregado, como prendas deportivas de alto rendimiento, con flexibilidad para atender a la estacionalidad del mercado (véase el cuadro I.6). Algunas empresas que habían orientado su producción hacia Asia han regresado a este país (Lacoste, Benetton, Adidas, Reebok, Under Armour, Land’s End, LL Bean y otros; Proesa, 2007).

³⁹ Se agradecen las contribuciones de Proesa, Cinde e Invest in Guatemala que sirvieron para la redacción de esta sección.

La experiencia de la empresa canadiense Gildan en este sector se describe en el capítulo IV.

En el marco de esta transformación de la industria, han sido muy activos los inversionistas de otros países en desarrollo, sobre todo de Asia y América del Sur. En Guatemala, algunos de los principales anuncios de inversión en el sector manufacturero han sido realizados por empresas del sector de prendas de vestir: P&K Dye House (República de Corea), SML (China), Sandon Dyeing Textile (China, Estados Unidos) (Invest in Guatemala, 2007). En República de Honduras, se destaca la inversión de la brasileña Santista Textil, que se beneficiará de la instalación de un nuevo parque industrial (Banco Central de Honduras, 2007b).

Más allá del sector de prendas de vestir, Centroamérica y el Caribe han logrado atraer inversiones a sectores

cada vez más diversificados y de mayor valor agregado (véase el cuadro I.7).

En Costa Rica se registra la experiencia más larga e intensa de diversificación, habiéndose cumplido 10 años desde la instalación de Intel. Alrededor de Intel se desarrollaron industrias de apoyo, con una larga lista de empresas proveedoras, empresas de componentes para productos de telecomunicaciones, componentes eléctricos, electrónica de consumo e industrial, ensamblaje eléctrico, ingeniería, diseño y reparación de placas de circuito impreso, servicios de producción de artículos para otra empresa, empresas de apoyo a estas industrias (producción de partes, moldes, herramientas y otros), y producción de partes plásticas. Ahora el país busca dar un nuevo salto como plataforma de exportación, aprovechando el período de transición

Cuadro I.6
EL SALVADOR: VERTICALIZACIÓN EN EL SECTOR DE PRENDAS DE VESTIR

Segmentos	Empresas
Tintorerías	Swisstex
Textileras	Hanes, Duraflex, Petenatti
Centros regionales de distribución	Fruit of the Loom
Empaque	Union Plastics
Adornos (bordados, impresión, sublimación)	Decotex
Centros de diseño y desarrollo de producto	
Etiquetado	

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cuestionario contestado por la Agencia Nacional de Promoción de Inversiones de El Salvador (PROESA).

Cuadro I.7
CENTROAMÉRICA Y EL CARIBE: DIVERSIFICACIÓN DE LA IED EN BUSCA DE EFICIENCIA

País	Sectores	Sectores prometedores u objeto de políticas de focalización
El Salvador	Vestuario, arneses para vehículos, desarrollo de software, centros de contacto (centros de llamadas), centros de asistencia empresarial (externalización de procesos empresariales), centros de servicios compartidos (filial de un grupo empresarial que hace procesos financieros, logística, recursos humanos o tecnología para apoyar distintos negocios del mismo grupo empresarial); electrónica y repuestos.	Servicios estratégicos (distribución y logística, externalización de procesos empresariales, centros de contacto; desarrollo de software, investigación y desarrollo, reparación y mantenimiento de cruceros, buques de carga y aeronaves); electrónica y repuestos (componentes electrónicos, aparatos electrodomésticos y periféricos para computadoras, cables); aparatos médicos; repuestos para vehículos (parachoques, frenos, caja de transmisión de velocidad, radiadores, amortiguadores, timón hidráulico, arneses, cinturones de seguridad, bolsas de aire, inyección plástica); dispositivos médicos.
Guatemala	Centros de contacto/externalización de procesos empresariales; vestuario y textil; procesamiento de ginseng; motocicletas; electrónica (ensamblaje de piezas de MP3 y pantalla de plasma); distribución.	Centros de contacto y montaje en el extranjero, ensamblaje de partes de productos finales.
Costa Rica	Electrónica, semiconductores; inyección y componentes plásticos; servicios de apoyo administrativo, desarrollo de software, centros de interpretación, cobranza, componentes electrónicos para transmisiones de automóviles, esterilización de productos (servicios médicos), servicio al consumidor, industria plástica.	Servicios de exportación, dispositivos médicos, electrónica, repuestos.

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cuestionario respondido por la Agencia Nacional de Promoción de Inversiones de El Salvador (PROESA), la Coalición Costarricense de Iniciativas para el Desarrollo (CINDE), e Invest in Guatemala.

representado por la ratificación del CAFTA–RD, y una extensión del plazo para el desmantelamiento de las subvenciones a la exportación exigido bajo el Acuerdo de Subvenciones y Medidas Compensatorias de la OMC. Además de los sectores ya mencionados, se busca ampliar las inversiones hacia otros sectores como el de los repuestos para vehículos, la electrónica y los instrumentos médicos (CINDE, 2007).

Los servicios de exportación (centros de contacto, servicios de externalización de procesos empresariales y otros) han sido un núcleo importante de nuevas inversiones en varios países de la subregión. Parte del atractivo de estos servicios para los países de destino es su capacidad de generación de empleo.⁴⁰ Si por una parte atraer a estos inversionistas requiere el desarrollo de una fuerza de trabajo con calificaciones mínimas —entre las cuales en general se incluye la competencia en más de un idioma y el manejo de la informática en distintos grados—, por otra parte este tipo de actividad puede generar efectos secundarios bajo la forma de conocimiento y experiencia acumulada. Estos factores han justificado la adopción de medidas de promoción de inversiones específicas para el sector. En el Salvador, la Ley de Servicios Internacionales que entró en vigencia en noviembre de 2007 contempla incentivos fiscales a la actividad y el establecimiento de parques y centros de servicios y garantías a los inversionistas. Estos esfuerzos, sumados a iniciativas de mejora de la educación media técnica y superior tecnológica y la enseñanza de inglés, abren buenas perspectivas para el país que —junto con Costa Rica— registra el mayor número de puestos de trabajo per cápita en servicios empresariales (IBM Global Business Services, 2007).⁴¹

En la actualidad, existe una ventana de oportunidad para la captación de inversiones que consiste en el movimiento hacia destinos fuera del circuito tradicional de centros de servicios porque los destinos tradicionales muestran señales de saturación y menor economía de costos por el alza de los costos laborales. Los inversionistas buscan otros destinos para beneficiarse de costos más bajos, disponibilidad de capital humano y ventajas de ser el primero en entrar en un nuevo mercado (OMGI/Secretaría del Commonwealth, 2007). De hecho, han surgido varias compañías proveedoras

de estos servicios que, al encontrar situaciones menos favorables en sus países de origen —India, Filipinas— han buscado otros sitios, explorando las ventajas de la diversificación. En Guatemala, por ejemplo, entre los 15 principales anuncios recientes de inversión en centros de llamadas y externalización de procesos empresariales, hay dos de Filipinas y dos de India (Invest in Guatemala, 2007).

También existe un movimiento de “*nearshoring*”, que consiste en el traslado a nuevos destinos más cercanos a los mercados demandantes, con el objetivo de explorar afinidades culturales, proximidad en el acento, entre otras características no simplemente atribuibles a costo. En este sentido, existen diversas oportunidades para la región. El Caribe anglófono tiene ventajas sobre India, por ejemplo, para atender al consumidor norteamericano (OMGI/Secretaría del Commonwealth, 2007). Los países hispanohablantes tienen ventaja en la atención de la comunidad hispánica en Estados Unidos. En ambos casos, existe también la ventaja de la poca o nula diferencia horaria respecto de Asia.

Cabe mencionar que también ha habido inversión en centros de servicios de exportación en otras partes de la región. En Chile, el sector ha sido objeto de políticas específicas y se ha duplicado en menos de dos años, con casi 50 empresas que exportan 150 millones de dólares en servicios y emplean a más de 9.000 trabajadores (AméricaEconomía.com, 2007m). Brasil, Argentina y Uruguay son algunos otros importantes destinos de inversiones en servicios de esta naturaleza en América del Sur.

Uno de los principales obstáculos para atraer inversiones a este sector y a sus actividades de más alto valor agregado —como investigación y desarrollo— es la poca disponibilidad de mano de obra simultáneamente calificada y funcional en otro idioma (sobre todo el inglés). En este marco se cuentan los esfuerzos en Chile y El Salvador para la capacitación en inglés de profesionales de áreas técnicas. Otro desafío consiste en atraer empresas extranjeras a estos sectores sin generar un efecto de desplazamiento de empresas locales con uso intensivo de tecnología en un contexto de escasez de recursos humanos.

⁴⁰ Los datos de un estudio reciente muestran por ejemplo que, a pesar de que India recibe relativamente poca IED, es el país en el que más empleos han sido generados por empresas transnacionales (IBM Global Business Services, 2007). India ha sido un destino prioritario de inversiones en servicios de procesos de negocios (externalización de procesos empresariales) y servicios de informática, con uso intensivo de mano de obra, aunque no involucren montos de IED tan considerables respecto de otros sectores.

⁴¹ India y Filipinas registran el mayor número de puestos en el sector de servicios empresariales en montos totales, mientras que Costa Rica y El Salvador registran el 2% y el 4%, respectivamente, y México el 4%.

4. Conclusiones

América Latina y el Caribe recibió en 2007 un monto de IED sin precedentes. El incremento de las inversiones se debió sobre todo a la persistencia de la demanda mundial de recursos naturales abundantes en la región y al buen desempeño de los mercados de la región.

Las inversiones en busca de mercados fueron estimuladas por el sólido desempeño económico de la región y el acceso de nuevos segmentos de la población a los más diversos bienes y servicios, desde productos de consumo masivo hasta servicios financieros y vehículos. Las empresas transnacionales han buscado aprovechar estas oportunidades ofreciendo productos y servicios concebidos para los segmentos de menores ingresos, consolidándose para reforzar su capacidad de competir entre sí mismas y con un grupo de empresas regionales que se está fortaleciendo. En algunos casos, no obstante, los empresarios han preferido retirarse o reducir su presencia en la región ante lo que han considerado situaciones regulatorias o niveles de incertidumbre prohibitivos.

En la búsqueda de recursos naturales, la región ha sido favorecida por los efectos del alza de la demanda mundial. No obstante, y a pesar de que la

minería y los hidrocarburos han sido responsables por una gran parte del alza de la IED en algunos de los principales países receptores, el comportamiento de la IED destinada a los recursos naturales ha sido muy distinto entre los principales segmentos —hidrocarburos y minería— y entre los países. Persiste, de hecho, el desafío de encontrar términos en la relación entre empresas y Estado que aseguren la rentabilidad y estabilidad regulatoria necesarias para la actividad extractiva en armonía con los intereses de las comunidades locales. Esto se ha manifestado en orientaciones distintas en la regulación en distintos países, que a su vez ha afectado la distribución de las inversiones extranjeras en estos sectores.

Los efectos de la desaceleración en Estados Unidos, principal mercado para las inversiones en busca de eficiencia para exportar a terceros mercados, han sido contenidos en 2007 pero todavía no está claro cuáles podrán ser las repercusiones en el futuro cercano. Independientemente de la coyuntura actual, la creciente competencia asiática derivó en esfuerzos para lograr una diversificación hacia manufacturas y servicios de más alto valor agregado.

D. Inversión directa en el exterior y las empresas translatinas

1. Corrientes de inversión directa en el exterior en 2007

En 2007 las corrientes de inversión directa en el exterior de los países de América Latina y el Caribe fueron sustancialmente menores que en 2006. No obstante, se mantuvieron en un nivel históricamente alto, de 20.619 millones de dólares (véase el gráfico I.20).

Más que una ralentización del proceso de internacionalización de las empresas latinoamericanas,

la contracción en 2007 se debe a la excepcionalidad de la cifra registrada en 2006, que obedecía en gran parte a la compra de Inco (Canadá) por la brasileña Companhia Vale do Rio Doce (CVRD).⁴² Aunque en 2007 se registró una transacción por un monto comparable —la compra de la australiana Rinker por Cemex, de México— esta fue parcialmente financiada

⁴² Aunque esta operación se haya concluido definitivamente en 2007, su anuncio y la gran mayoría de los pagos correspondientes se realizaron en 2006.

por subsidiarias de la empresa fuera de México.⁴³ El dinamismo de la actividad de adquisiciones transfronterizas por las empresas translatinas (véase el recuadro I.6) muestra la continuidad del impulso a la internacionalización de las mayores empresas de la región. Las corrientes de inversión directa en el exterior de los países de América Latina fueron, de hecho, mayores en 2007 que en 2004 y 2005.

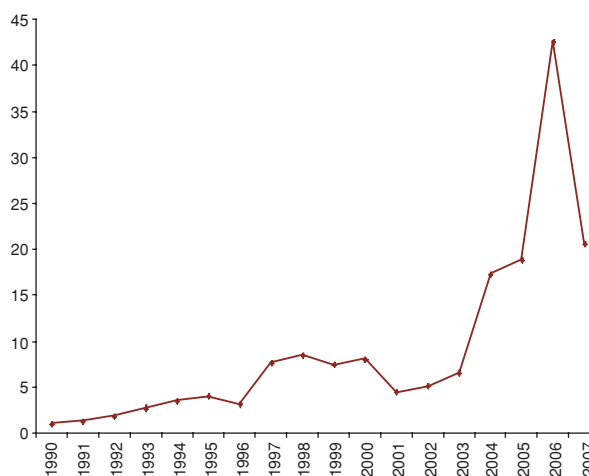
Sobre la base de las cifras oficiales, el mayor país inversionista latinoamericano en 2007 fue Brasil, seguido de México y Chile (véase el gráfico I.21). La explicación para la caída en las corrientes de Brasil en 2007 en comparación con el año anterior fue, además de la ausencia de transacciones por montos comparables a los de la compra de Inco, el alto monto de los pagos de deudas de filiales en el exterior a la matriz, que resultó en corrientes netas negativas de inversión en el exterior en el primer semestre.⁴⁴

En términos del PIB, y entre los países sobre los cuales se dispone de datos, el mayor inversionista en el exterior en 2007 fue Chile, seguido de República Bolivariana de Venezuela y Costa Rica (véase el gráfico I.22).

Hasta el momento solo en pocos países se publican cifras oficiales sobre el destino de sus inversiones en el exterior. El cuadro I.8 muestra la distribución por país y sector de destino de la inversión de Brasil, Chile y

Colombia. En el recuadro I.6 se muestra que 6 de las 10 mayores adquisiciones realizadas en el exterior por empresas latinoamericanas tuvieron como objeto activos fuera de la región (Estados Unidos y Australia).

Gráfico I.20
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EGRESOS NETOS DE INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR, 1990–2007
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estimaciones sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

Recuadro I.6
PRINCIPALES ADQUISICIONES DE EMPRESAS TRANSLATINAS FUERA DE SUS PAÍSES DE ORIGEN^a

Las principales adquisiciones del año realizadas por empresas translatinas fuera de sus países de origen fueron en los sectores de recursos naturales y manufacturas basadas en recursos naturales: cemento, acero y productos de acero, hidrocarburos, minería y petroquímica (véase el cuadro). Las transacciones en los sectores de servicios a la industria petrolera, ingeniería de

redes y software, así como el segmento de carnes/frigoríficos ilustran nuevos focos de las grandes adquisiciones por empresas latinoamericanas fuera de sus países de origen.

En cuanto al destino geográfico de las operaciones, 6 de las 10 transacciones de 500 millones de dólares o más anunciadas en 2007 tuvieron como destino países fuera de

la región —Australia, Estados Unidos. El destino más frecuente de las inversiones de entre 100 millones y 500 millones de dólares ha sido la misma región.

Los padrones identificados en las principales adquisiciones transfronterizas realizadas por empresas translatinas reflejan las principales motivaciones de los grupos de empresas para internacionalizarse, que son objeto de las secciones siguientes.

⁴³ Cabe agregar que la cobertura y la calidad de los datos sobre inversión en el exterior de los países de América Latina y el Caribe limitan la capacidad explicativa de las estadísticas. Solo en 15 de los 34 países en los que se publican regularmente datos sobre IED se publican también cifras sobre sus inversiones en el exterior. Además, incluso en los países más avanzados en este aspecto, las estadísticas no reflejan necesariamente de manera adecuada el fenómeno. Por ejemplo, en 2004 y 2005, algunas operaciones de compra de empresas latinoamericanas por empresas de otras regiones —financiadas con acciones de la empresa compradora o de la entidad fusionada equivalentes a más de un 10% del capital— generaron registros de inversión en el exterior, aunque en esencia se trataba de operaciones de entrada de empresas transnacionales a América Latina. Esto se debe a la definición adoptada en la quinta edición del *Manual de balanza de pagos* del Fondo Monetario Internacional (FMI), según la cual se considera inversión directa toda aquella que corresponda a más de un 10% del capital de una empresa. Por otra parte, la posibilidad de que una empresa financie sus operaciones en el exterior a partir de subsidiarias en terceros países genera una subvaluación de las inversiones en el exterior. Por estas limitaciones (que no se limitan a América Latina y el Caribe), la interpretación de las cifras de inversión en el exterior no puede prescindir del análisis de las principales operaciones y de las actividades de las translatinas, a lo cual se dedican las subsecciones siguientes.

⁴⁴ El cuadro I–A–5 del anexo contiene datos de inversión directa en el exterior por país de origen.

Recuadro I.6 (continuación)

**PRINCIPALES ADQUISICIONES REALIZADAS POR EMPRESAS TRANSLATINAS FUERA DE SUS PAÍSES DE ORIGEN,
ANUNCIADAS O CONCLUIDAS EN 2007**

Empresa adquirente	País de la empresa adquirente	Empresa o activos adquiridos	País de la empresa o de los activos adquiridos	Vendedor	País del vendedor	Valor anunciado	Sector
1 Gerdau	Brasil	Chaparral Steel	Estados Unidos			3 974	Acero
2 Ternium	Argentina	Grupo Imsa	México			3 187	Acero
3 Tenaris	Argentina	Hydril	Estados Unidos			1 994	Conexiones para tubos para la industria petrolera
4 Gerdau	Brasil	Quanex Corporation	Estados Unidos			1 458	Fabricación y procesamiento de metales
5 JBS SA/Friboi	Brasil	Swift & Co.	Estados Unidos			1 400	Alimentos – Carne
6 GP Investments	Brasil	Negocios de perforación y E&P	Argentina y otros	Pride International	Estados Unidos	1 000	Servicios para la industria petrolera
7 Cia. Vale do Rio Doce	Brasil	AMCI Australia	Australia			786	Minería – carbón
8 Techint (en consorcio con Stella, James Jones y fondos de inversión)	Argentina, Canadá, Francia	Sirti Spa	Italia			747	Ingeniería de redes
9 Cencosud SA	Chile	Grupo de Supermercados Wong	Perú			623	Comercio minorista
10 Mexichem	México	Grupo Amanco	Brasil	Nueva Holding	Chile	500	Química, petroquímica
11 Votorantim	Brasil	Acerías Paz del Río	Colombia			494	Acero
12 Cencosud SA	Chile	GBarbosa Holding	Brasil	Acon Investments	Estados Unidos	430	Comercio minorista
13 Interconexión Eléctrica SA	Colombia	Participación adicional del 16,47% en Companhia de Transmissão Eléctrica Paulista (CTEEP)	Brasil			351	Electricidad Transmisión
14 Interconexión Eléctrica SA	Colombia	Participación adicional del 39,28% en CTEEP	Brasil			351	Electricidad-Transmisión
15 JBS SA	Brasil	Inalca	Italia	Cremonini	Italia	329	Alimentos-diversificado
16 Votorantim	Brasil	US Zinc Corp	Estados Unidos	TPG Inc.	Estados Unidos	295	Reciclaje
17 Techint	Argentina	Takraf Foedertechnik	Alemania	VTC	Alemania	272	Maquinaria para la industria de minería
18 Gerdau	Brasil	Grupo Industrial Feld	México			259	Acero
19 Mexichem	México	Petroquímica Colombiana	Colombia			250	Petroquímica
20 Celulosa Arauco y Constitución	Chile	Stora Enso Arapoti	Brasil	Stora Enso	Finlandia	208	Papel/celulosa
21 Gerdau y Kalyani	Brasil e India	SJK	India			170	Acero
22 Marfrig	Brasil	Quickfood	Argentina			141	Alimentos – Carne
23 Sonda SA	Chile	Procwork	Brasil			118	Servicios de informática
24 PETROBRAS (PETROBRAS Energía)	Brasil	Participación en yacimientos El Tordillo y La Tapera	Argentina	Noble Energy	Estados Unidos	118	Hidrocarburos
25 Gerdau	Brasil	Aceros Corsa	México			101	Acero
Operaciones anunciadas antes de 2007 y concluidas en 2007							
1 Cemex	México	Rinker Group	Australia			14 627	Materiales de construcción-cemento

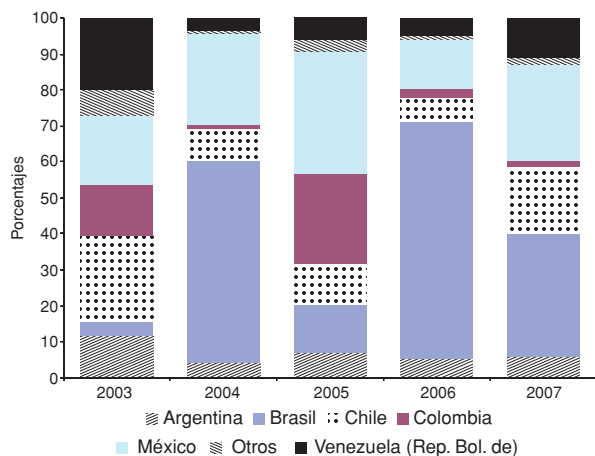
Recuadro I.6 (continuación)								
2	América Móvil	México	Operaciones caribeñas	Puerto Rico, República Dominicana	Verizon Communications	Estados Unidos	3 700	Telecomunicaciones
3	Alfa	México	Hydro Castings	Alemania, Austria, Hungría, Suecia	Norsk Hydro	Noruega	545	Metalurgia
4	Alfa	México	6 plantas de fundición de aluminio		TK Aluminum	Bermuda	414	Metalurgia
Retiros de inversión								
	Comprador	País del comprador	Activos vendidos	País de los activos vendidos	Vendedor	País del vendedor	Valor anunciado	Sector
1	Bluescope Steel	Estados Unidos	Participación de Imsa en Steelscape, ACS, Varco Pruden, MetlSpan	Estados Unidos	Ternium SA	Argentina	730	Acero

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos de Bloomberg.

^a Esta sección se basa en datos extraídos del sistema de información financiera Bloomberg. Los datos se refieren a las operaciones, concluidas o pendientes, anunciadas cada año en la cual el adquirente es una empresa latinoamericana y la empresa o los activos adquiridos están fuera del país de origen de la empresa.

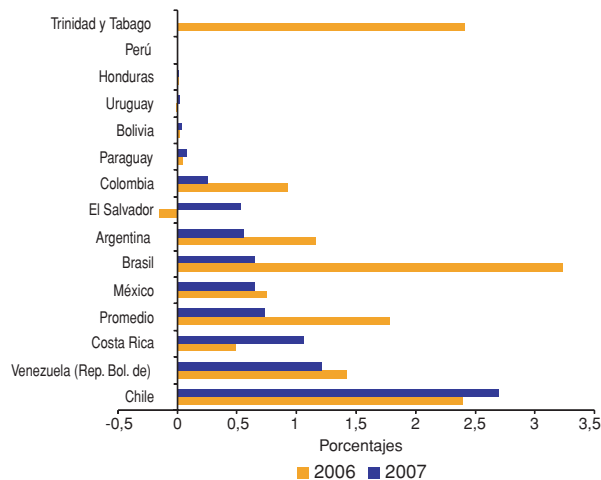
Nota: Los datos sobre fusiones y adquisiciones se refieren a las operaciones, concluidas o pendientes, anunciadas cada año y cuyos montos fueron publicados.

Gráfico I.21
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EGRESOS NETOS DE INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR, PRINCIPALES PAÍSES INVERSIONISTAS, 2003–2007
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estimaciones sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

Gráfico I.22
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS): EGRESOS NETOS DE INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR EN RELACIÓN CON EL PIB, 2006–2007
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

Cuadro I.8
BRASIL, CHILE, COLOMBIA: DESTINOS DE LA INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR, 2007
 (En porcentajes)

	País de destino		Sector		
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	
Chile (inversión materializada)					
Brasil	875	35	Comercio	1 016	41
Argentina	471	19	Industria manufacturera	818	33
Perú	396	16	Energía	198	8
Colombia	341	14	Construcción	198	8
Otros países de América Latina y el Caribe	27	1	Otros servicios	149	6
Estados Unidos	258	10	Hoteles y restaurantes	99	4
Otros	112	5			
Total	2 480	100		2 479	100

Cuadro I.8 (conclusión)

	País de destino		Sector		
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	
Brasil (inversiones superiores a 1 millón de dólares, excluidos bienes e inmuebles)					
Estados Unidos	3 548	30	Servicios financieros	5 108	44
Centros financieros del Caribe	5 420	47	Metalurgia	1 660	14
Chile	689	6	Alimentos y bebidas	1 744	15
Argentina	528	5	Productos químicos	853	7
México	258	2	Comercio	644	6
Uruguay	229	2	Derivados de petróleo y biocombustibles	276	2
Otros países de América Latina y el Caribe	131	1	Extracción de hidrocarburos y actividades de apoyo	239	2
Portugal	155	1	Construcción	156	1
Otros países de Europa	633	5	Otros	965	8
Otros	54	0			
Total	11 645	100	Total	11 645	100
Colombia (flujos netos – considera desinversiones)					
Estados Unidos	231	63	Servicios financieros, inmuebles, servicios a empresas	337	91
Brasil	173	47	Comercio, restaurantes, hoteles	167	45
Panamá	101	27	Electricidad, gas, agua	175	47
Chile	23	6	Servicios comunales, sociales, personales	11	3
Perú	-387	-105	Construcción	4	1
Otros países de América Latina y el Caribe	45	12	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	2	1
Centros financieros del Caribe	167	45	Minas y canteras	1	0
Otros	18	5	Otros	-2	-1
			Transporte, almacenamiento, comunicaciones	-8	-2
			Manufacturas	-317	-86
Total	370	100		370	100

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estimaciones sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

2. Las principales translatinas

La escasez de datos públicos, actualizados y comparables, respecto de las ventas, activos y empleos en el exterior de un número de empresas significativo impide una clasificación precisa de las principales translatinas según las dimensiones de sus operaciones en el exterior.

Las mayores empresas y grupos de América Latina y el Caribe, por concepto de ventas, que realizan inversiones directas fuera de sus países de origen están listadas en el cuadro I.9. No obstante, el grado de internacionalización de estas empresas es muy variable. Si bien Cemex realiza una gran parte de sus ventas en el exterior a partir de la producción de sus subsidiarias,

Codelco, una empresa de tamaño comparable, se ha limitado a proyectos de exploración y atiende al mercado externo vía exportaciones desde Chile. Mientras que Ternium ha adquirido el control de varias productoras de acero fuera de Argentina, Usiminas, otra acerera, se ha limitado a participaciones minoritarias en sociedad con la misma Ternium.

En el cuadro I.10 se ilustran la diversidad en la importancia de las inversiones en el exterior para algunas de las empresas listadas en el cuadro anterior y los distintos núcleos geográficos de estas inversiones (dentro y fuera de la región).

Cuadro I.9
**MAYORES EMPRESAS Y GRUPOS NO FINANCIEROS PROVENIENTES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE,
 POR CONCEPTO DE VENTAS, CON INVERSIONES FUERA DE SUS PAÍSES DE ORIGEN**

Empresa	País	Sector
1 PDVSA	Venezuela (Rep. Bol. de)	Petróleo/Gas
2 PETROBRAS	Brasil	Petróleo/Gas
3 AMÉRICA MÓVIL y TELMEX	México	Telecomunicaciones
4 CIA. VALE DO RIO DOCE	Brasil	Minería
5 CEMEX	México	Cemento
6 CODELCO	Chile	Minería
7 TECHINT, Tenaris, Ternium	Argentina	Diversificado, acero, tubos de acero, construcción
8 GRUPO VOTORANTIM	Brasil	Diversificado, cemento, minería, acero
9 FEMSA y Coca-Cola Femsa	México	Bebidas
10 GERDAU	Brasil	Siderurgia/Metalurgia
11 ODEBRECHT	Brasil	Diversificado, construcción
12 ENAP	Chile	Petróleo/Gas
13 GRUPO ALFA	México	Diversificado
14 GRUPO MÉXICO, Southern Copper	México	Minería
15 BRASKEM	Brasil	Petroquímica
16 GRUPO BIMBO	México	Alimentos
17 CENCOSUD	Chile	Comercio
18 USIMINAS	Brasil	Siderurgia/Metalurgia
19 GRUPO SALINAS, Grupo Elektra	México	Diversificado, comercio
20 FALABELLA	Chile	Comercio
21 CSN	Brasil	Siderurgia/Metalurgia
22 EMBRAER	Brasil	Ind. Aeroespacial
23 GRUPO CAMARGO CORRÊA	Brasil	Diversificado
24 ANTOFAGASTA	Chile	Minería
25 SUDAMERICANA DE VAPORES	Chile	Transporte/Logística
26 TAM	Brasil	Transporte/Logística
27 GRUPO ELEKTRA	México	Comercio
28 LAN	Chile	Transporte/Logística
29 GRUPO MASECA	México	Alimentos
30 CMPC PAPELES Y CARTONES	Chile	Celulosa/Papel
31 ORGANIZACIÓN TERPEL	Colombia	Petróleo/Gas
32 MOLYMET	Chile	Siderurgia/Metalurgia
33 GRUPO JBS (FRIBOI)	Brasil	Alimentos
34 EMPRESAS ICA	México	Construcción

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos facilitados por la revista *América economía*.

Cuadro I.10
**TRANSLATINAS: PROPORCIÓN DE LAS VENTAS REALIZADAS POR SUBSIDIARIAS EN EL EXTERIOR,
 DENTRO Y FUERA DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (DATOS AL 2006)**

Empresa	País de origen	Sector	Ventas totales (2006) (millones de dólares)	Porcentaje de las ventas realizadas por subsidiarias en el exterior	Porcentaje de las ventas de subsidiarias en el exterior realizadas en América Latina y el Caribe
1 América Móvil	México	Telecomunicaciones	22 410	55	90
2 Companhia Vale do Rio Doce ^a	Brasil	Minería	19 651	51	n.d.
3 Cemex	México	Cemento	18 249	80	11
4 Telmex	México	Telecomunicaciones	16 167	27	99
5 Gerdau	Brasil	Acero	10 973	59	17
6 Grupo Bimbo	México	Alimentos	6 155	31	26
7 Cencosud	Chile	Comercio	5 880	35	100
8 Falabella	Chile	Comercio	4 375	20	100

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de informes anuales de las empresas.

^a Los datos se refieren al período anterior a la compra de Inco.

Además de las empresas listadas, existen algunas instituciones financieras con volúmenes de ventas comparables —entre ellas el Banco Itaú y Bancolombia— que en diferentes escalas se han expandido internacionalmente.

¿Qué relevancia tienen las translatinas a nivel mundial? De acuerdo con datos de UNCTAD relativos a 2005, una empresa latinoamericana —Cemex— está en la lista de las 100 mayores empresas transnacionales del mundo por concepto de activos en el exterior, y 11 empresas latinoamericanas están entre las 100 mayores empresas transnacionales provenientes de países en desarrollo.⁴⁵ Esto es relativamente poco en comparación con otros países en desarrollo. De hecho, 79 de dichas 100 empresas son de países en desarrollo de Asia y 8 proceden de Sudáfrica. Las empresas latinoamericanas que componen esta lista operan en los sectores de recursos naturales o manufacturas basadas en recursos naturales (minería, hidrocarburos, cemento, acero), telecomunicaciones y bebidas y alimentos. Las

empresas transnacionales asiáticas, por otra parte, operan en una variedad más grande de sectores, inclusive los de alta tecnología (UNCTAD, 2007).

¿Qué relevancia tienen estas empresas a nivel regional? Aunque son pocas en comparación con el número de empresas transnacionales, las translatinas ya están incluidas en las clasificaciones de las empresas más grandes de otros países de la región. América Móvil, Telmex, PETROBRAS, Techint y Cencosud están entre las 60 mayores empresas transnacionales de la región por concepto de ventas (excluidas las ventas en el país de origen) (véase el cuadro I-A-4 del anexo). PETROBRAS, América Móvil y Femsa están entre las principales en más de un país (además del país de origen) (véase el cuadro I.11). Algunas empresas son grandes en el país de destino aunque no figuran entre las mayores empresas de la región definidas anteriormente. Es el caso del grupo Synergy, controlador de Avianca en Colombia.

Cuadro I.11
LAS TRANSLATINAS ENTRE LAS PRINCIPALES EMPRESAS DE PAÍSES INDIVIDUALES

Empresa	País de origen	Sector
Argentina (entre las 1 000 mayores empresas)		
5 Grupo PETROBRAS	Brasil	Hidrocarburos
18 CTI/CTI Móvil (Grupo Carso)	México	Telecomunicaciones
59 Cencosud/Jumbo (Grupo Paulmann)	Chile	Comercio minorista
70 Loma Negra (Grupo Camargo Correa)	Brasil	Cemento
77 Alto Paraná (Grupo Arauco)	Chile	Celulosa
94 Pride Internacional (adquirido por GP Investments en 2007)	Brasil	Servicios técnicos a la industria petrolera
111 Coca-Cola Femsa	México	Bebidas
146 Friboi (Swift Armour)	Brasil	Frigorífico
158 Lan Airlines	Chile	Aerolíneas
164 Grupo CMPC	Chile	Papelera
209 Falabella	Chile	Comercio minorista
224 Easy (Grupo Paulmann)	Chile	Comercio minorista
236 Masisa (Grupo Nueva)	Chile	Tableros de madera
243 Telmex (Grupo Carso)	México	Telecomunicaciones
305 Constructora Norberto Odebrecht	Brasil	Construcción
355 Coca-Cola Polar	Chile	Bebidas
366 Faplac (Grupo Arauco)	Chile	Tableros de madera
396 Ipiranga	Brasil	Venta de productos químicos
393 Santista Têxtil (Grupo Camargo Corrêa)	Brasil	Textil
453 Petrolera Cono Sur (comprada por PDVSA en 2006)	Venezuela (Rep. Bol. de)	Hidrocarburos
567 Lan Argentina	Chile	Aerolíneas
636 Ferrosur Roca (Grupo Camargo Corrêa)	Brasil	Transporte ferroviario
816 Bimbo	México	Alimentos
956 Sadia	Brasil	Alimentos
Colombia (entre las 200 mayores empresas)		
12 Avianca	Brasil	Aerolíneas
13 PETROBRAS	Brasil	Hidrocarburos
20 Coca-Cola Femsa	México	Bebidas
27 Cemex Colombia	México	Cemento
31 Mabe	México	Línea blanca
153 Cemex Concretos de Colombia	México	Concreto

⁴⁵ De acuerdo a la clasificación Global 500, de la revista *Fortune*, que mide las empresas por ventas, no necesariamente por ventas fuera del país de origen, ocho empresas latinoamericanas —todas de México o Brasil— están entre las 500 mayores del mundo.

Cuadro I.11 (conclusión)

Empresa	País de origen	Sector
México (entre las 500 mayores empresas)		
61 Ternium ^a	Argentina	Siderurgia y metalurgia
169 Farmacias Benavides (FASA)	Chile	Comercio de medicamentos
211 Grupo Techint	Argentina	Ingeniería y construcción
224 Molyx	Chile	Minería
Brasil (entre las 500 mayores empresas)		
36 Claro (América Móvil)	México	Telecomunicaciones
174 Coca-Cola Femsa	México	Bebidas
191 Rio de Janeiro Refrescos (Andina)	Chile	Bebidas
195 Kaiser (Femsa)	México	Bebidas
232 Transmissão Paulista (ISA)	Colombia	Transmisión de electricidad
264 Americhel (América Móvil)	México	Telecomunicaciones
393 Ficap (Madeco)	Chile	Cables de fibra óptica
427 Amanco (Mexichem)	México	Construcción
456 Officer	Brasil-Chile	Comercio al por mayor
Chile (entre las 100 mayores empresas)		
83 Itaú (activos adquiridos a BankBoston)	Brasil	Banca

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos "Las 1000 empresas que más venden", *Mercado*, 2007 (Argentina); "500 – Las empresas más importantes de México", *Expansión*, 25 de junio; "Las 100 empresas más grandes de Colombia" y "Las otras 900", *Semana*, 30 de abril de 2007; "Melhores e Maiores – as 500 maiores empresas do país", Portal Exame, agosto de 2007; "Top 100: Las mayores compañías en ventas", *Revista capital* N° 202.

^a La importancia de esta empresa en México en el año 2007 será sustancialmente menor por su compra de Imsa, que ocupa el lugar 45 del ranking.

En síntesis, muchas de las mayores empresas latinoamericanas tienen inversiones en el exterior aunque su importancia en el conjunto de las operaciones de las empresas varía mucho. Las translatinas son relevantes a nivel mundial pero en menor número y grado de internacionalización que las empresas de los

países en desarrollo asiáticos. En el plano regional, ocupan algunos puestos de destaque en los principales países de la región pero son todavía minoría respecto de las empresas transnacionales de otros orígenes y de las empresas locales.

3. Principales sectores de inversión de las translatinas

Las principales translatinas siguen concentrándose en los productos básicos —hidrocarburos, minería y metalurgia y cemento (véanse las subsecciones i) a iii))— y en telecomunicaciones (véase el capítulo III). A estos se suman los alimentos y bebidas (véase la subsección iv) y el comercio minorista (véase la subsección v). En todos estos sectores, existe un grupo de translatinas ya consolidadas en una posición de vanguardia —o como importantes actores— a nivel regional o mundial. En 2007, estas empresas siguieron expandiéndose. Algunas llevaron sus inversiones en el exterior a nuevos niveles, al participar de manera activa en procesos mundiales de consolidación. Otras han incursionado en nuevos mercados geográficos y productos, en general buscando agregar valor a su producción. Por

último, algunas de las principales translatinas fueron compradas por otras o por empresas de otras regiones, como en el caso de Jugos del Valle por Coca-Cola Femsa y Coca-Cola, e Imsa por Techint.

Además de estos sectores tradicionales, algunas empresas de otras ramas de actividad también han incrementado sus operaciones en el exterior. En el sector de software y servicios de tecnología de la información y de las comunicaciones, la chilena Sonda realizó su mayor operación en el exterior con la compra de la brasileña Procwork. La compra de esta empresa por Sonda por 118 millones de dólares representa un paso determinante en la conquista del mayor mercado de la región en el sector de servicios de información y comunicación. La adquisición está lejos de ser la

primera inversión de Sonda fuera de Chile, pues la empresa ya opera en varios países de América Latina, entre ellos Brasil. No obstante, esta ha sido su principal adquisición y el monto la pone entre las principales transacciones realizadas en la región (véase el recuadro I.5) (Portal Exame, 2007b).

En el sector de química y petroquímica, destacan las compras realizadas por la mexicana Mexichem. La primera adquisición de esta empresa fuera de México fue la compra de Atofina en Colombia en 2004. Su producción en América del Norte comenzó en 2006 con la compra de Bayshore Group. Pero el mayor salto de la empresa a la internacionalización fue en 2007, cuando efectuó otras dos importantes adquisiciones: la de Petco (productora de resinas PVC) en Colombia y la del grupo Amanco en Brasil. Esta última empresa tiene una amplia red en América Latina y el Caribe. La empresa obtuvo además la autorización del Gobierno de Colombia para adquirir el fabricante de tuberías Pavco y anunció más adquisiciones en 2008 (Mexichem, 2007; *Expansión*, 2007l).⁴⁶

i) Hidrocarburos

Las principales translatinas del sector de hidrocarburos son PETROBRAS y PDVSA. Mientras que PETROBRAS parece estar poniendo cada vez más énfasis en el crecimiento fuera de la región, PDVSA sigue con su estrategia de reorientar su capacidad productiva exterior hacia América Latina y el Caribe.

A pesar de importantes adquisiciones internas en el campo de la petroquímica, el impulso a los biocombustibles y nuevos descubrimientos de petróleo y gas en Brasil —factores que podrían distraer a la empresa de su expansión internacional— PETROBRAS siguió expandiéndose a nivel mundial. Muchas de las nuevas inversiones extranjeras de la empresa fueron destinadas a otras regiones. En América Latina y el Caribe, PETROBRAS ha adoptado una postura pragmática, evaluando con cuidado los riesgos regulatorios sin dejar de aprovechar las oportunidades que se han presentado.

Una de las principales novedades en la estrategia de expansión de PETROBRAS ha sido su ingreso al segmento de refinación en Asia. Después de haber comprado el 50% de la refinación de Pasadena, Texas, en 2006, PETROBRAS compró en 2007 el control de una refinación en Japón, que incluye en su complejo una estación terminal que podrá ser utilizada para la venta de biocombustibles al mercado asiático, además

de permitir la entrada de petróleo para la refinación. Esta inversión concuerda con el objetivo estratégico de PETROBRAS de incrementar su capacidad de refinación en el exterior.

Uno de los principales destinos de las inversiones de PETROBRAS en exploración y producción fue el Golfo de México, donde la empresa ganó licitaciones por 26 nuevos bloques, en los cuales aprovechará sus ventajas en la exploración en aguas profundas y ultraprofundas. Otras áreas prioritarias de exploración son Tanzania, Irán, Libia, Turquía, Pakistán y Portugal (PETROBRAS, 2007a; *América economía*, 2007m; *Business News Americas*, 2007b).

En América Latina y el Caribe, la empresa ha procedido con cautela pero no con desinterés. En Colombia ganó 13 de los bloques ofrecidos por la Ronda Caribe 2007 de la Agencia Nacional de Hidrocarburos. PETROBRAS anunció nuevos proyectos en Ecuador y Argentina (donde compró también la participación de ConocoPhillips en campos de gas). En Perú, descubrió nuevos depósitos de gas en su operación conjunta con Repsol YPF y Burlington Resources. En Bolivia, a pesar de la nacionalización de sus refinaciones concretada a inicios del año y de un período de congelamiento de las inversiones, en diciembre la empresa anunció nuevas inversiones en sociedad con YPF, por un monto que podrá variar entre 750 millones y 1.000 millones de dólares para aumentar la producción de gas (PETROBRAS 2007b). En República Bolivariana de Venezuela, por otra parte, mantuvo inversiones en sociedad con PDVSA bajo el nuevo modelo de contrato pero hasta el momento de redactar este informe, no se confirmaban las inversiones de PETROBRAS, anteriormente anunciadas, en el campo de Carabobo (PETROBRAS, 2007c).

Cabe mencionar que el impulso de PETROBRAS en el sector de la petroquímica también ha tenido su faceta internacional. Braskem (en la cual PETROBRAS tiene participación) realizó un acuerdo con Pequiven en República Bolivariana de Venezuela para establecer una refinación en ese país. La operación representaría una oportunidad para diversificar las fuentes de materia prima a precios competitivos.

PDVSA, por otra parte, ha continuado su estrategia de estrechar lazos dentro de la región, asegurando capacidad de refinación y reduciendo su exposición al mercado estadounidense. En este contexto, ha perseguido un ambicioso plan de expansión regional en capacidad de refinación (véase el cuadro I.12).

⁴⁶ Súmese a estas adquisiciones de Mexichem la de Dripsa, una empresa argentina de sistemas de riego, y de 70% de la compañía Plastubos en Brasil en enero de 2008, confirmando el dinamismo del proceso de expansión de la empresa.

Cuadro I.12
PDVSA: PROYECTOS DE AMPLIACIÓN DE CAPACIDAD DE REFINACIÓN

Previsión inicio	País	Proyecto	Monto de inversión (en millones de dólares)
2007	Cuba	Reactivación de la Refinería Cienfuegos	44
2008	Jamaica	Expansión de la refinería de Kingston	197 (50% PDVSA)
2010	Uruguay	Conversión de la refinería La Teja para procesar crudo extra pesado	600
2011	Brasil	Construcción de refinería para procesar 50% crudo de la Faja del Orinoco; 50% crudo brasileño	3 000 (50% PDVSA)
	Ecuador	Construcción de una refinería en la provincia de Manabí, en sociedad con Petroecuador	5 500
	Nicaragua	Refinería en Nagarote	2 500

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA), "Planes estratégicos" y *América economía*, "Negociado y firmado", 6 de agosto de 2007; "Chávez instala refinería en Nicaragua", *AméricaEconomía.com*, 23 de julio.

Cabe mencionar que en la distribución de combustibles —sector fuertemente vinculado a los hidrocarburos pero con una lógica propia, en el que la capacidad de distribución y mercadeo son clave— varias empresas de la región se han interesado en los activos vendidos por las transnacionales. Entre estas, está la colombiana Terpel (véase el recuadro I.5).

Entre las translatinas menores del sector de hidrocarburos, cabe mencionar que la chilena ENAP reanudó inversiones en el sur de Argentina y la estatal colombiana Ecopetrol inició su internacionalización, al firmar un acuerdo con PETROBRAS y Petroperú para exploración en la Amazonia peruana. La argentina Pluspetrol, en tanto, prosiguió con sus inversiones en Camisea y encontró nuevos depósitos de gas en Bolivia (*La Nación*, 2008).

El dinamismo del sector de hidrocarburos también ha suscitado el interés de las translatinas por el mercado de servicios petroleros, entre ellos la compra, por 1.000 millones de dólares, por GP Investments (fondo de capital privado brasileño) del negocio latinoamericano de Pride International, por el cual compitió también otro fondo de capital privado latinoamericano, Southern Cross. Pride tiene cerca de un 60% del mercado argentino de prestación de servicios a la industria petrolera. El 50% de su facturación se realiza fuera de Argentina, en Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú y República Bolivariana de Venezuela. La transacción incluye también a San Antonio, empresa que Pride había comprado a Perez Companc (*El Cronista*, 2007).

ii) Minería y metales

La minería y los metales —en particular el acero y los productos de acero— fueron uno de los principales destinos de las inversiones de las translatinas en el exterior.

CVRD mantuvo la estrategia adoptada desde 2001 de diversificarse en el sector minero, desde el punto de

vista geográfico y en materia de productos (CEPAL, 2006, 2007a). La mayor iniciativa en este sentido, y la más grande compra internacional de una empresa brasileña, tuvo lugar en 2006, con la adquisición de Inco en Canadá. En 2007, CVRD compró la australiana AMCI, una empresa que tiene participaciones en varias empresas conjuntas de carbón, principalmente carbón metalúrgico, destinado a la producción siderúrgica. Esta es una de las pocas materias primas del acero que no se extrae en Brasil (donde las acereras importan todo su consumo). En forma simultánea a esta adquisición y al proceso de absorción de Inco, la liquidez propiciada por los precios de los minerales permitió que CVRD entrara —o volviera— a segmentos de mayor valor agregado dentro de la cadena de transformación del mineral de hierro en acero, realizando operaciones conjuntas con empresas siderúrgicas transnacionales para aumentar su capacidad de refinación en Brasil (véase el recuadro I.4).

A inicios de 2008, CVRD intentó negociar la compra de Xstrata, la sexta mayor minera del mundo, transacción que no se concretó. De haberse confirmado, la compra hubiera llevado a la empresa brasileña a un nuevo nivel como transnacional en términos de tamaño, cobertura geográfica y diversidad de productos.

Mientras que CVRD se ha concentrado en sus actividades fuera de la región, dos compañías mineras mexicanas incrementaron sus inversiones en América del Sur y en particular en Perú. A raíz de algunas dificultades en las relaciones laborales con los mineros de Southern Copper en México, Grupo México transfirió recursos destinados a la expansión de la capacidad de minas en México a Perú, para expandir la producción en las minas. La empresa también compró concesiones en Chile, donde inició la exploración (*Business News Americas*, 2007d). La también mexicana Peñoles, mayor productora mundial de plata, obtuvo una autorización para iniciar exploraciones en Perú y está desarrollando otros

proyectos de cobre, zinc y oro en Perú, Chile y México (AméricaEconomía.com, 2007r).

Como se mencionó anteriormente, a pesar de ser una de las más grandes mineras de la región, Codelco ha optado por concentrarse en Chile y en la producción de cobre y productos asociados, con algunos proyectos de exploración en América Latina. En 2007, vendió a una empresa local sus yacimientos de cobre y cobalto en Boa Esperança, Brasil, el único descubrimiento relevante de la empresa en el exterior. Al tratarse de minería mediana, la empresa optó por no desarrollarlo y utilizar los recursos para financiar la continuidad de sus actividades de exploración en México y Brasil (*El Mercurio*, 2007a).

En la metalurgia, la brasileña Votorantim Metais compró en 2007 la estadounidense US Zinc, una de las principales empresas en el reciclado de residuos industriales de galvanización, producción de zinc metálico y productos de mayor valor agregado (óxido de zinc, polvo de zinc), con cinco plantas en Estados Unidos y una en China. Tiene además actividades comerciales. Con esta operación la empresa brasileña refuerza su posición en el mercado de productos de zinc de mayor valor agregado y abre canales de comercialización para el producto de la expansión de su refinería peruana (Votorantim Metais, 2007a). Votorantim Metais también compró Acerías Paz del Río en Colombia, una operación importante en el contexto de la estrategia de la empresa de diversificarse geográficamente y en cuanto a los productos y de aprovechar las posibilidades de crecimiento de países como Colombia (Votorantim Metais, 2007b). No obstante, las empresas más activas en materia de adquisiciones en la industria del acero fueron el grupo Techint y Gerdau.

Tenaris, la filial de tubos de acero del grupo Techint, compró Hydril en Estados Unidos, una empresa de productos de conexiones y control de presión utilizados en las actividades de perforación de la industria del petróleo. Esta compra, que sigue a la adquisición de otra empresa estadounidense —Maverick— en 2006, permite ofrecer a los clientes soluciones integradas para aplicaciones de gran complejidad, mediante productos de mayor valor agregado. Hydril tiene una fuerte posición de marca y capacidad manufacturera en América del Norte, que complementan la estructura de Tenaris (Tenaris, 2007).

A su vez, Ternium, la filial de aceros planos y largos del grupo Techint, compró Imsa en México, una etapa más en una serie de adquisiciones desde 2001. Las actividades del grupo Techint en el sector de aceros planos y largos son relativamente recientes y cobraron importancia con el aumento de los precios mundiales del acero y la consolidación a nivel mundial. A diferencia de la estrategia relativa a la producción de tubos de acero, en el segmento de aceros planos y largos el grupo Techint —que en Argentina invirtió en Siderar— se ha concentrado en aprovechar las oportunidades regionales, con la adquisición de Sidor (República Bolivariana de Venezuela) en 1998, Hylsa (México) en 2005 y por último Imsa.⁴⁷

La adquisición de Imsa —en sí misma una importante translatina (CEPAL, 2006)— permite la expansión del grupo argentino en México, que, dada la estructura del mercado, podría constituir una barrera a potenciales competidores como Gerdau. A pesar de que Gerdau entró al mercado mexicano con la compra de Tultitlán (Siderul), esta es una operación relativamente pequeña con respecto a los actuales activos de Ternium (*Expansión*, 2007m). La compra de Imsa permitirá también mejorar la integración entre las unidades del grupo. Hylsamex recibe planchones de acero de la venezolana Sidor, los convierte en productos de mayor valor agregado en México y los comercializa en el mercado norteamericano. El papel de Imsa seguirá la misma lógica. Una vez completada la expansión de la planta de Siderar en Argentina, se enviarán los planchones desde este país hacia México para su procesamiento en Imsa, que atenderá a la industria de automóviles y electrodomésticos y exportará a Estados Unidos. Con Imsa, Ternium fortalecerá su actuación en el mercado norteamericano, donde concentrará el 60% de su facturación. El mercado estadounidense tiene mayores márgenes que el sudamericano y la mayor capacidad de producción en México reduce la exposición de Ternium a la incertidumbre en República Bolivariana de Venezuela (*Expansión*, 2007m).⁴⁸ En forma simultánea, Ternium anunció la venta de activos no esenciales en Estados Unidos, consistentes en acciones de Imsa en la empresa Steelscape Inc. (excluyendo una planta de acero), ASC Profiles Inc., Varco Pruden Buildings Inc., y Metl-Span LLC (Ternium, 2007b).

⁴⁷ En 2007 el grupo compró una participación adicional (4,85%) en Siderar, que era de propiedad de CVRD.

⁴⁸ Uno de los puntos de conflicto con el gobierno venezolano ha sido el destino de la producción de la subsidiaria venezolana Sidor. En agosto Ternium anunció un acuerdo entre Sidor y el gobierno venezolano según el cual la empresa incrementaría su participación en programas de inversión social, aumentaría sus esfuerzos para desarrollar la cadena de valor del acero en República Bolivariana de Venezuela con énfasis en el apoyo a las pequeñas y medianas empresas. La empresa fijaría los precios en el mercado venezolano con referencia a precios promedio de exportación (Ternium, 2007a). Al inicio de 2008 el gobierno anunció la nacionalización de Sidor.

La brasileña Gerdau realizó 4 de las 24 adquisiciones de más de 100 millones de dólares por translatinas fuera de sus países de origen en 2007 (véase el recuadro I.6), entre otras operaciones. Este dinamismo obedece al objetivo de ser un agente protagonista en el proceso de consolidación de la siderurgia mundial. Siguiendo su estrategia histórica de comprar fábricas pequeñas en las Américas, y después de una adquisición en Europa en 2006, la empresa empieza a establecerse en Asia en la forma gradual que ha caracterizado su proceso de expansión. En América Latina, adquisiciones en México, República Dominicana y República Bolivariana de Venezuela permiten explorar mercados en crecimiento, en virtud de la mejora de la economía regional y la creciente demanda de inversiones principalmente en infraestructura. En términos de productos, su objetivo es aumentar el valor y la diversidad de su cartera (Gerdau, 2007a, 2007b, 2007c).

La mayor adquisición de Gerdau en 2007 fue la de Chaparral Steel, la segunda mayor productora de aceros estructurales en América del Norte. Esta operación permite a la empresa ampliar su cartera de productos con una diversidad de aceros estructurales y de esta manera ofrecer a los clientes una gama más amplia de productos producidos en fábricas pequeñas (Gerdau, 2007d).

La oferta de 1.458 millones de dólares por las operaciones siderúrgicas de Quanex Corporation en Estados Unidos atiende al objetivo de consolidar la posición de Gerdau como proveedor mundial y abre nuevas posibilidades de crecimiento internacional. Quanex, a través de su brazo siderúrgico MacSteel, es la segunda mayor productora de aceros especiales (Special Bar Quality – SBQ) en Estados Unidos y un proveedor mundial de aceros largos especiales para la industria automovilística y de repuestos para vehículos. La operación permite al Grupo Gerdau ampliar su presencia en el mercado globalizado de la industria automotriz como proveedor de aceros largos especiales (Gerdau, 2007e).⁴⁹

La operación conjunta en India surge con el objetivo de explorar las oportunidades creadas por el crecimiento económico de este país y su importancia cada vez mayor como consumidor y productor de acero. Además, India es considerada un país de bajo costo en la producción de acero, con reservas de mineral de hierro de buena calidad (Gerdau, 2007f). Esta serie de adquisiciones ha permitido a Gerdau mantener el ritmo de crecimiento de sus operaciones nacionales e internacionales. En la última década, la empresa ha invertido más en el exterior que en Brasil (véase el cuadro I.13).

Cuadro I.13
INVERSIONES DE GERDAU: 1997–SEPTIEMBRE DE 2007
(En miles de millones de dólares)

Brasil	4,2 + deuda
América del Norte	6,1 + deuda
América Latina	1,3 + deuda
Europa	0,7 + deuda
Asia	0,07 + deuda

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Gerdau, presentación en la reunión Apimec, Porto Alegre, 26 de noviembre de 2007, São Paulo, 30 de noviembre de 2007.

Otra de las translatinas del acero, CSN, detuvo su proceso de internacionalización para retomar aliento después de tentativos fallidos de comprar Wheeling–Pittsburgh (Estados Unidos), Corus (Reino Unido, Países Bajos) y Acerías Paz del Río (Colombia) (que como se mencionó anteriormente fue comprada por otra brasileña, Votorantim Metais). Hasta ahora, su estrategia de internacionalización se había basado en adquirir activos de tamaño pequeño y mediano para procesar y distribuir sus placas de acero en Estados Unidos y Europa. A raíz de las adquisiciones frustradas, CSN optó por hacer nuevas inversiones en Brasil en su capacidad de producción de acero bruto y en la minería, y ampliar sus plantas en el exterior. Anunció inversiones de 2.700 millones de reales en su subsidiaria portuguesa Lusosider, para instalar una nueva laminadora y expandir la producción destinada a España, Portugal y el sur de Francia. También anunció inversiones en sus operaciones en Kentucky, Estados Unidos (AméricaEconomía.com, 2007e; *Latin Finance*, 2007h). Una de las principales ventajas competitivas de CSN en el contexto mundial es su acceso privilegiado a recursos minerales en Brasil, que la empresa está buscando potenciar.

Por último, en el marco del procesamiento de metales cabe mencionar que la filial de cables de cobre de Madeco —translatina chilena de la industria de cables de cobre con operaciones también en Argentina, Brasil, Colombia y Perú— fue comprada por la francesa Nexans, manteniendo, no obstante, una participación del 9% en la compradora, que está a la vanguardia del mercado de Estados Unidos y Europa (Nexans, 2007).

iii) Cemento

La principal adquisición del año por una translatina fue la compra del grupo Rinker por parte de la mexicana Cemex. A pesar de su sede en Australia, uno de los grandes atractivos de la empresa para Cemex fue su importante presencia en Estados Unidos, donde se genera

⁴⁹ En el marco de la misma estrategia, de acceder a segmentos de mayor valor agregado en el mercado de Estados Unidos, se inserta la compra por Pacific Coast Steel, joint venture de la subsidiaria estadounidense de Gerdau, para la adquisición de los activos de Valley Placers, Inc. (VPI).

Cuadro I.14
VOLUMEN DE VENTAS Y SITUACIÓN EN LA CLASIFICACIÓN EN EL MERCADO ESTADOUNIDENSE DE CEMENTO, CONCRETO PREMEZCLADO Y AGREGADOS

Ventas/Clasificación en Estados Unidos	Cemex	Rinker	Cemex + Rinker
Cemento			
– Millones de toneladas métricas	18	4	22
– Clasificación	Entre las primeras 3	Entre las primeras 10	Entre las primeras 3
Concreto premezclado			
– Millones de metros cúbicos	18	14	32
– Clasificación	Entre las primeras 3	Entre las primeras 3	Entre las primeras 3
Agregados			
– Millones de toneladas métricas	48	92	140
– Clasificación	Entre las primeras 10	Entre las primeras 5	Entre las primeras 5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de CEMEX, "Summary transaction overview", 27 de octubre de 2007.

Cuadro I.15
CEMEX: POSICIÓN EN LOS PRINCIPALES SEGMENTOS DE LA CADENA DE VALOR GLOBAL CON LA ADQUISICIÓN DE RINKER

Empresa	Cemento (2005, millones de toneladas)		Concreto premezclado (2005, millones de m3)		Agregados (2005, millones de toneladas)	
	Capacidad	Empresa	Ventas	Empresa	Ventas	
Holcim	183	Cemex+Rinker	97	Cemex+Rinker	293	
Lafarge	155	Cemex	76	CRH	253	
Cemex+Rinker	97	Holcim	40	Lafarge	240	
Cemex	94	Lafarge	39	Hanson	240	
Heidelberg	86	Heidelberg	28	Vulcan	236	
Italcementi	64	Italcementi	21	Martin Marietta	184	
Anhui Conch	62	Rinker	21	Cemex	175	
Taiheiyo	46	Hanson	20	Holcim	174	
Buzzi	34	CRH	19	Rinker	118	
Eurocement	31	Tarmac	8	Colas	101	
Rinker	3	Vicat/Cimport	7	Heidelberg	98	
Otros	~1 750	Otros	~2 900	Otros	~18 000	

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de CEMEX, "Summary transaction overview", 27 de octubre de 2007.

un 85% de las utilidades de Rinker. Las dos empresas se complementan en este mercado, tanto en términos de producto (véase el cuadro I.14) como geográficamente.

La adquisición mejora la posición mundial de Cemex en los tres principales segmentos de actividad (véase el cuadro I.15) y acelera la evolución de la empresa proveedora de cemento a plataforma integrada de materiales de construcción, más cercano a los modelos de Lafarge y Holcim (*Latin Finance*, 2007i).

Esta compra hace más vulnerable a Cemex a la crisis en el mercado residencial de Estados Unidos. De hecho, las ventas bajaron en 2007. No obstante, la gran diversidad geográfica de Cemex y el hecho de que otros mercados —incluso los de América del Sur y el Caribe— hayan registrado un marcado crecimiento, con mayores gastos en infraestructura pública, industrial, comercial y residencias, atenuaría los efectos de la exposición a la coyuntura económica en Estados Unidos. Mientras Estados Unidos ha perdido participación en las ventas de la empresa, estas han aumentado en México, Europa y el resto de América Latina (CEMEX, 2007).

Además de la adquisición de Rinker, Cemex anunció el inicio de una inversión de 400 millones de dólares en una planta de cemento en Arizona, mercado donde se espera un crecimiento de la demanda. Entre las demás inversiones del año se destaca la ampliación de la producción de escoria de hulla en Panamá, en la planta de Bayano, una inversión de 200 millones de dólares.

iv) Alimentos y bebidas

En el ramo de alimentos y bebidas, se observó el avance de las empresas de este último segmento —en competencia o asociación con empresas transnacionales como Coca-Cola— hacia nuevos mercados. En el caso de los alimentos, mientras que las empresas de productos de panadería, dulces y comidas étnicas continuaron su expansión hacia nuevos destinos, hubo un impulso a la internacionalización de empresas en un nuevo segmento: el frigorífico.

En las bebidas, se destaca el avance de Coca-Cola Femsa y de Ajegroup. Coca-Cola Femsa, la segunda

mayor distribuidora de productos Coca-Cola en el mundo, compró, en sociedad con The Coca-Cola Company, la empresa mexicana Jugos del Valle. Jugos del Valle era una translatina importante, con plantas en México y Brasil y mercados en estos dos países y en Estados Unidos. Esta operación permite impulsar la estrategia del sistema Coca-Cola para expandirse en el segmento de los jugos. De hecho, las bebidas no gaseosas han sido un segmento de alto crecimiento y Jugos del Valle tiene una fuerte penetración de mercado. Desde su ingreso —y gracias a la conveniencia de los puntos de venta— había logrado conquistar una parte del mercado anteriormente atendido por los productores de jugos no industrializados. Si bien esta compra demuestra la capacidad de crecimiento de una empresa como Coca-Cola Femsa, también pone en evidencia la vulnerabilidad de una translatina independiente ante las grandes transnacionales.

En segundo lugar, y como se mencionó anteriormente, la empresa compró a The Coca-Cola Company la participación en la distribuidora Refrigerantes Minas Gerais (Remil) en Brasil. Esta operación incrementa en más de un tercio las operaciones de Coca-Cola Femsa en Brasil y sería el punto de partida de un plan de expansión para mejorar la posición de la compañía en puntos estratégicos de América Latina y el Caribe, siempre dentro del sistema Coca-Cola (Coca-Cola Femsa, (2007); *América economía*, 2007n).

En Perú, Ajegroup ha desarrollado una sólida ventaja en productos de bajo costo. Por medio de su subsidiaria mexicana Ajemex, y de la marca Big Cola, la empresa ha enfrentado con éxito a los gigantes de la industria de bebidas en su principal mercado fuera de Estados Unidos. Su estrategia se basa en vender productos a bajo costo, en un país donde el segmento de la población sensible al precio y permeable a nuevas marcas es grande. La empresa tendría hoy un 10% del mercado mexicano. En forma simultánea a la compra de Jugos del Valle por Coca-Cola, Big Cola Ajemex entró al mercado de los jugos en México con Big Country. También comenzó a producir una nueva bebida energizante y agua purificada, siguiendo las estrategias de diversificación de las grandes empresas pero siempre concentrada en el consumidor de la base de la pirámide. Al no pagar regalías, Ajemex tiene una ventaja sobre las embotelladoras de Coca-Cola o Pepsico. La empresa opera por intermedio de distribuidores independientes a los cuales paga una comisión. México

fue el cuarto país en el cual entró Ajegroup, en 2002. Desde entonces, la empresa peruana se estableció también en Guatemala, Nicaragua, Costa Rica, El Salvador, Panamá, Belice, Honduras y Tailandia.

Los dirigentes de la empresa estudian el ingreso a otros mercados asiáticos. Algunas de las similitudes de estos mercados en desarrollo con el mercado latinoamericano —que representan una ventaja para Ajegroup en Tailandia y eventualmente en China— son el bajo ingreso per cápita, el alto consumo de gaseosas per cápita y una situación compleja de infraestructura para la distribución (*Latin Finance*, 2007j). Ajegroup también entró al mercado de cervezas mediante el lanzamiento de su marca Franca en Perú. La empresa postergó los planes de entrar a este mercado en México a raíz de un impuesto a las botellas no retornables, que llevó a los principales actores, Backus y Johnson (SabMiller) y AmBev (InBev), a reducir precios y lanzar nuevas marcas.

En el ramo de los alimentos, mientras que las primeras translatinas se concentraban en los productos de panadería —panes, dulces, galletas—, caramelos y comidas “étnicas” (Bimbo, Arcor, Gruma), el año 2007 marcó la expansión de las translatinas —sobre todo brasileñas— en el segmento de las carnes.⁵⁰ Los principales productores brasileños de carne son Sadia y Perdigão. Sadia —que se había concentrado en aprovechar las oportunidades de un mercado interno en crecimiento— reanudó su expansión internacional mediante la construcción de una planta en Emiratos Árabes y el inicio de la producción en Rusia (*Valor online*, 2007c). Perdigão tuvo una gran cobertura mediática a raíz de un intento de fusión con Sadia que no se concretó, rumores posteriormente desmentidos de una posible adquisición por Kraft y una gran adquisición local. La producción de la empresa sigue concentrada en Brasil, pero la compra de la empresa Plusfood en los Países Bajos constituyó una operación importante. Plusfood fabrica alimentos procesados a base de carne de aves y bovinos y tiene dos marcas relevantes en el mercado europeo. Perdigão adquirió una de ellas y podrá utilizar la segunda por cinco años. Las plantas de Plusfood están en Holanda, Reino Unido y Rumania. El principal objetivo de la adquisición es avanzar en la cadena de valor de los productos de carne en Europa, llegando a los clientes finales sobre todo en los segmentos minorista y de servicios alimentarios (Perdigão, 2007).

⁵⁰ En paralelo, las translatinas de los mercados de panadería, dulces y tortillas siguen expandiéndose. Bimbo compró por 300 millones de dólares Panificio Laura en Brasil, con lo que fortalece su posición en panes navideños y huevos de Pascua (*AméricaEconomía.com*, 2007t). Maseca anunció inversiones de 1.000 millones de dólares en los próximos 5 años para su expansión en Asia y en Europa (*América economía*, 2006). Arcor, a su vez invirtió con Bimbo en México para producir confitería y expandir su presencia en el mercado mexicano y centroamericano (*Expansión*, 2007q).

Entre los productores de carne bovina, se han destacado Friboi (y su controladora JBS) y Marfrig (*América economía*, 2007o). Friboi había adquirido la unidad de Swift en Argentina en 2005. En 2007, compró las operaciones globales de Swift & Co., con sede en Estados Unidos, plantas de producción en Estados Unidos y Australia y actividades mundiales de distribución. Con la compra de la operación global, la empresa se convirtió en la mayor empresa de carne bovina del mundo, la principal exportadora, la principal transnacional brasileña en el sector de alimentos, además de la tercera mayor empresa de carne de cerdo en Estados Unidos, que constituye una plataforma para diversificarse. Las principales ventajas de la adquisición han sido el acceso a dos bloques de barreras comerciales (Atlántico y Pacífico), diversificación del riesgo relacionado con las barreras fitosanitarias, el tamaño de los mercados internos de los países de destino y menores costos de capital. También surgieron oportunidades en el proceso de cambio completo necesario en la empresa y en el intercambio de mejores prácticas entre unidades, siguiendo el ejemplo de lo que había sucedido con la compra de la unidad en Argentina (JBS, 2007a, 2007b). Por último, en diciembre de 2007, JBS compró el 50% de Inalca en Italia y con esto el control de la productora de carnes y productos de carne Cremonini, con la cual adquiere acceso a importantes clientes en el comercio minorista, los productores de alimentos y las cadenas de comida rápida en Europa.

La también brasileña Marfrig realizó una serie de adquisiciones en Argentina, Uruguay y Chile, principalmente en el segmento de bovinos pero también en el de la carne ovina. Los costos de la ganadería por kilo de carne en estos países son muy bajos en comparación con Estados Unidos, Canadá y Australia. La empresa compró Quinto Cuarto y Frigorífico Patagonia en Chile, Estancias del Sur, Best Beef (Vivoratá) y Quickfood en Argentina y Establecimientos Colonia en Uruguay. Con estas adquisiciones la empresa fortalece su posición en el mercado y se consolida como cuarto mayor productor mundial de carne bovina y productos

de carne bovina, asegura diversificación dentro de la región (también mitigando los riesgos de enfermedades del ganado) y un incremento de escala. Algunas de las empresas compradas también tienen marcas reconocidas por los principales clientes, entre los cuales se incluyen supermercados, cadenas internacionales de restaurantes y procesadores de alimentos (Marfrig Group, 2007).⁵¹

v) *Comercio minorista*

En el comercio minorista se observó el avance de las empresas translatinas chilenas en los grandes mercados de la región (Brasil, México), la intensificación de sus inversiones en mercados donde ya estaban presentes (Colombia, Perú, Argentina) y por otra parte la expansión de una empresa mexicana en Centroamérica y Estados Unidos. En todos los casos, la integración entre los servicios de comercio minorista y financieros ha sido clave.⁵²

La más activa de las empresas chilenas del sector ha sido Cencosud. El grupo, que había empezado el proceso de internacionalización en Argentina en 1982, realizó tres grandes operaciones en 2007: el ingreso al mercado de Colombia en una asociación con la francesa Casino y el anuncio de la apertura de Paris (tiendas de departamentos) en este país, la compra de la cadena de supermercados Gbarbosa en Brasil y la compra de la cadena peruana Wong. Gbarbosa es la mayor cadena del noreste de Brasil, un mercado todavía poco consolidado según estándares regionales.⁵³ Con estas inversiones, Cencosud se convierte en el tercer mayor operador minorista en América Latina, después de Wal-Mart y Carrefour. En Perú, además de la cadena Wong —la mayor cadena minorista del país— la empresa tiene varios nuevos proyectos y planea llevar la multitienda Paris (*El Mercurio*, 2007b; *Business Latin America*, 2007k; *La Tercera*, 2007a). Cencosud también intentó comprar la cadena Gigante en México, pero perdió la batalla contra Soriana.

Falabella apuesta a la expansión de la economía en Chile, Perú, Argentina y Colombia y amplió sus planes de crecimiento en la región.⁵⁴ La internacionalización de

⁵¹ En enero de 2008 Marfrig compró también Mirab, una empresa argentina de carne procesada, con plantas en Argentina y Estados Unidos.

⁵² En paralelo a esta expansión del comercio minorista, cabe destacar otro grupo cada vez más importante de translatinas chilenas: Salca, Invasco, Besalco, entre otras, en el sector de la construcción. El sector de construcción e inmobiliaria fue el destino mayoritario de inversiones chilenas en el primer semestre de 2007. Los principales destinos geográficos de las inversiones en este sector han sido Estados Unidos, Argentina y España. Aunque el segmento residencial ha sido fuerte, en muchos casos estas inversiones se han relacionado con las operaciones del comercio minorista, donde las constructoras han desarrollado centros comerciales y distintos formatos de comercio detallista (CCS, 2007 y *América economía*, 2007p).

⁵³ Cencosud compró Gbarbosa a un fondo de capital privado estadounidense, Acon, que a su vez lo había comprado a Wal-Mart. Wal-Mart lo vendió por exigencia de las autoridades de defensa de la competencia cuando compró los activos brasileños de Royal Ahold (Países Bajos) (*Business Latin America*, “Shops go shopping”, 26 de noviembre de 2007).

⁵⁴ Uno de los principales argumentos para defender la fusión con D&S, rechazada por las autoridades de competencia chilenas, era que le hubiera dado escala y masa crítica para la internacionalización (*Qué pasa*, 2007). Cabe mencionar también la adquisición por CorpBanca de Unimarc y su propuesta de fusionarla con Deca para competir con grandes actores dentro de Chile. BCI, a su vez, compró SalcoBrand (*Business Latin America*, 2007k).

este grupo se ha concentrado en el modelo de “comercio minorista integrado” (es decir aprovechar las sinergias entre los distintos negocios: comercio minorista en sus distintas modalidades, el negocio financiero y el inmobiliario) (Calderón, 2006). La internacionalización ha seguido adelante de manera orgánica bajo este modelo, con la apertura de nuevos supermercados en Perú, y la llegada del centro comercial Mall Plaza a ese país, que reunirá las tiendas Falabella, Sodimac y Tottus (*La Tercera*, 2007b).

Para Ripley, cuyas operaciones se concentraban en Chile y Perú, los principales avances internacionales en 2007 fueron el acuerdo con Palacio de Hierro (Grupo Bal) en México y la posibilidad de ingresar a Colombia. En México, la estrategia supondría el desarrollo de una cadena de supermercados dirigida a los consumidores de bajos ingresos (CNNExpansión, 2007).

Los servicios financieros vinculados con la actividad de comercio minorista han sido un factor clave en la expansión de las empresas chilenas, que en 2007 avanzaron en este segmento. Falabella transformó la Financiera CMR en Perú en Banco Falabella y Cencosud entró al mercado de tarjetas de crédito en Argentina.

Sobre la base de este mismo vínculo entre el comercio minorista y los servicios financieros, el grupo mexicano Salinas ha avanzado en el plano internacional mediante la cadena minorista Elektra y el Banco Azteca. El banco fue creado inicialmente para atender la demanda de crédito de los clientes de la tienda. En 2007 ambas empresas se establecieron

en Brasil. Como Cencosud, su primer ingreso a este mercado fue en la región nordeste, menos densa, con ingresos per cápita menores que en el centro económico del país, pero por estas mismas razones con un importante mercado no explorado. Las autoridades del Banco Azteca tenían planes de ingresar a Brasil desde hacía algunos años, pero el grupo consideró necesario el ingreso simultáneo de las tiendas Elektra, que tuvo lugar en 2007. Los planes son de inaugurar ocho tiendas Elektra en Recife y Fortaleza en 2008 y 16 puntos de servicios del Banco. La expansión seguiría en los años siguientes en otros estados del norte y nordeste del país.

La característica principal del Banco Azteca es su particular atención a los consumidores de bajos ingresos y su capacidad de gestión de los créditos a este segmento. La empresa tiene un sistema único de evaluación de riesgos. En lugar de limitarse a registrar datos, los representantes de la empresa van directamente a la residencia del cliente para evaluar la compatibilidad de los ingresos con el crédito solicitado (*Valor online*, 2007d, e). Además de Brasil, Banco Azteca recibió autorización para entrar a El Salvador y Perú y se prepara para entrar también a Panamá, Guatemala, Honduras y Argentina (*Expansión*, 2007n, 2007o, 2007p). La empresa marca presencia en regiones en las que los bancos tradicionales no muestran mayor interés. Respecto de otros bancos que se concentran en los consumidores de bajos ingresos presenta la ventaja de la infraestructura comercial de las tiendas minoristas.

4. Conclusiones

Aunque el volumen de las corrientes de inversión en el exterior registrado en 2007 es inferior respecto del año anterior, el continuo proceso de internacionalización de las principales empresas latinoamericanas es evidente, e incluye el inicio de la internacionalización productiva de un rango mayor de empresas. La fuerza de las empresas locales en sectores relacionados con los recursos naturales les ha permitido impulsar su expansión geográfica y, lentamente, incrementar el valor agregado de su cartera de productos. Otras empresas se han beneficiado del crecimiento del mercado consumidor en la región y han logrado, sobre

la base de su experiencia acumulada en sus mercados internos y más cercanos, conquistar nichos en nuevos países de destino, dentro y fuera de la región. Debido a la coyuntura internacional, las empresas del sector de los recursos naturales han sido más agresivas en su expansión. En los demás segmentos, en los que el crecimiento orgánico se alternó con adquisiciones, la gradualidad ha sido clave para acumular la experiencia necesaria. Para todas, el desafío permanente es el de lograr mantenerse en contextos de fuerte competencia y consolidación.

E. Consideraciones finales

En 2007 América Latina y el Caribe recibió ingresos sin precedentes por concepto de inversión extranjera directa. Si el resultado verificado representa un hecho aislado o el inicio de un período más largo de altos niveles de ingresos en los próximos años depende de la intensidad de la desaceleración de la economía en Estados Unidos y sus repercusiones en la economía regional. La categoría de IED más vulnerable es la de las manufacturas de exportación en México y la Cuenca del Caribe, que dependen directamente y en gran medida de la demanda estadounidense. En las demás categorías, el factor determinante será el grado de contagio de las economías de la región (sobre todo respecto de las operaciones en busca de mercados) y del mundo (respecto de la búsqueda de recursos naturales). Las inversiones podrían resultar afectadas de manera general por una contracción de los mercados de crédito. Estos mismos factores podrán repercutir en el dinamismo de las inversiones de los países latinoamericanos en el exterior.

Más importante que las variaciones coyunturales del volumen de la IED recibida por la región es su evolución estructural. La escala de la contribución de la IED al desarrollo de la región depende tanto o más de la calidad de la inversión que de su volumen. En un contexto de globalización, atraer inversiones hacia actividades que contribuyan a la generación de empleo calificado, capacidad empresarial e innovación, exige niveles de competitividad de clase mundial, ya que la competencia por la IED —sobre todo con estas características— se da a nivel mundial. Factores como la eficiencia de la logística, la disponibilidad de mano de obra calificada, la disponibilidad o la capacidad de desarrollo de una red de proveedores, entre otros, son clave para la integración de la región a los sistemas mundiales de producción. En el capítulo II se trata este tema con respecto al sector de equipos para la tecnología de la información y las comunicaciones.

Anexo

Cuadro I-A-1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS NETOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA POR PAÍSES Y SUBREGIONES, 1998–2007
(En millones de dólares)

	1993–1997 (promedio anual)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Anguila	17,9	28,1	38,0	39,7	29,6	33,2	29,4	86,7	117,3	164,0	n.d.
Antigua y Barbuda	22,8	22,8	32,1	43,1	98,5	65,9	166,3	80,4	213,6	337,3	n.d.
Argentina	5 629,3	7 290,7	23 987,7	10 418,3	2 166,1	2 148,9	1 652,0	4 124,7	5 265,2	5 037,3	5 720,4
Bahamas	91,0	146,9	149,3	250,3	102,4	152,8	190,2	273,6	563,9	705,7	580,1 ^a
Barbados	12,4	15,8	17,4	19,4	18,6	17,4	58,3	-12,1	62,0	n.d.	n.d.
Belice	26,2	17,7	53,6	23,3	61,2	25,4	-10,9	111,5	126,1	100,2	92,0 ^a
Bolivia	370,3	949,3	1 010,5	733,9	703,3	674,1	194,9	82,6	-290,8	277,8	163,6
Brasil	8 014,6	31 913,0	28 576,0	32 779,2	22 457,4	16 590,2	10 143,5	18 145,9	15 067,0	18 782,0	34 584,9
Chile	3 332,1	4 627,7	8 760,9	4 860,0	4 199,8	2 549,9	4 307,4	7 172,7	6 983,8	7 357,7	14 457,3
Colombia	2 409,6	2 828,8	1 507,9	2 436,5	2 541,9	2 133,7	1 720,5	3 015,6	10 240,4	6 463,5	9 028,1
Costa Rica	343,3	613,1	619,5	408,6	460,4	659,4	575,1	617,3	861,0	1 469,0	1 888,8
Cuba	104,8	206,6	178,2	448,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Dominica	25,8	6,5	18,0	17,6	17,1	20,1	31,5	26,2	19,2	26,8	n.d.
Ecuador	545,2	870,0	648,4	720,0	1 329,8	783,3	871,5	836,9	493,4	270,7	678,5
El Salvador	21,7	1 103,7	215,9	173,4	279,0	470,2	141,7	376,3	511,1	218,9	1 525,6
Granada	22,0	48,7	41,6	37,4	58,8	54,5	89,2	65,0	70,2	85,2	n.d.
Guatemala	88,8	672,8	154,6	229,6	455,5	110,6	131,0	154,7	226,7	353,8	535,8
Guyana	72,3	44,0	46,0	67,1	56,0	43,6	26,1	30,0	76,8	102,4	n.d.
Haití	2,5	10,8	30,0	13,3	4,4	5,7	13,8	5,9	26,0	160,0	n.d.
Honduras	64,8	99,0	237,3	381,7	304,2	275,2	402,8	546,7	599,8	674,2	815,9
Jamaica	148,4	369,1	523,7	468,3	613,9	481,1	720,7	601,6	682,5	882,2	n.d.
México	10 680,9	12 416,2	13 712,4	17 942,1	29 506,8	21 152,9	16 589,3	22 777,1	20 960,2	19 211,0	23 230,2
Montserrat	3,5	2,6	8,2	2,3	0,5	0,6	2,1	2,3	0,8	2,2	n.d.
Nicaragua	99,6	218,2	337,3	266,5	150,2	203,9	201,3	250,0	241,1	282,3	335,3
Panamá	501,8	1 203,1	864,4	623,9	467,1	98,6	770,8	1 012,3	962,1	2 574,2	1 825,1
Paraguay	140,1	341,9	94,5	104,1	84,2	10,0	27,4	37,7	52,8	110,0	142,2 ^a
Perú	2 443,4	1 644,0	1 940,0	809,7	1 144,3	2 155,8	1 335,0	1 599,0	2 578,7	3 466,5	5 342,6
República Dominicana	265,5	699,8	1 337,8	952,9	1 079,1	916,8	613,0	909,0	1 122,7	1 459,4	1 698,0
Saint Kitts y Nevis	20,9	31,9	57,7	96,2	88,2	79,8	75,6	46,1	93,0	110,4	n.d.
Santa Lucía	33,1	83,4	82,8	53,8	58,8	51,9	106,4	76,5	78,2	233,9	n.d.
San Vicente y las Granadinas	48,8	89,0	56,8	37,7	21,0	34,0	55,2	65,7	40,1	109,1	n.d.
Suriname	-17,5	9,1	-61,5	-148,0	-26,8	-73,6	-76,1	-37,3	27,9	-163,4	n.d.
Trinidad y Tabago	509,8	729,8	643,3	679,5	834,9	790,7	808,3	998,1	939,7	882,7	n.d.
Uruguay	135,2	164,1	235,3	273,5	296,8	193,7	416,4	332,4	847,4	1 319,1	532,8
Venezuela (Rep. Bol. de)	2 111,0	4 985,0	2 890,0	4 701,0	3 683,0	782,0	2 040,0	1 483,0	2 589,0	-590,0	646,0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales. Los datos considerados se refieren a las cifras oficiales más actuales, disponibles al 30 de abril de 2008.

^a Extrapolación sobre la base de datos al tercer trimestre.

Cuadro I-A-2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS NETOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA POR SECTOR DE DESTINO, 1998-2007^a
(En millones de dólares)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Argentina										
Recursos naturales	1 324	17 845	2 736	898	1 133	-278	2 265	...	...	...
Manufacturas	1 147	1 950	1 487	49	988	1 145	1 221	...	...	...
Servicios	3 648	3 153	4 750	1 260	-461	539	123	...	...	...
Otros	1 173	1 038	1 445	-42	489	246	665	...	...	...
Bolivia										
Recursos naturales	582	472	441	566	721	356	168	288	390	431
Manufacturas	16	152	93	87	91	62	90	58	52	89
Servicios	427	386	299	224	187	149	126	58	140	219
Brasil										
Recursos naturales	142	423	649	1 494	638	1 487	1 073	2 194	1 542	4 751
Manufacturas	2 766	7 002	5 070	7 001	7 555	4 506	10 708	6 527	8 462	13 481
Servicios	20 362	20 147	24 157	12 547	10 585	6 909	8 485	12 915	12 702	16 073
Chile										
Recursos naturales	2 528	1 374	354	1 153	2 006	403	350	595	1 140	434
Manufacturas	530	829	253	809	218	234	430	199	91	69
Servicios	2 980	7 023	2 432	3 058	1 157	649	3 856	1 003	1 938	867
Colombia										
Recursos naturales	85	-47	123	1 044	915	905	1 741	3 282	3 585	4 476
Manufacturas	785	505	556	261	308	289	188	5 518	803	1 516
Servicios	1 959	1 049	1 758	1 236	910	526	1 086	1 441	2 075	3 036
Costa Rica										
Recursos naturales	42	50	-11	1	-9	-36	51	37	66	...
Manufacturas	438	366	308	237	486	395	456	374	432	709
Servicios	129	200	126	223	182	211	284	450	967	1 146
Otros	2	3	-14	0	0	6	4	-1	4	39
Ecuador										
Recursos naturales	769	605	682	1 139	503	198	458	222	-69	-396
Manufacturas	30	8	10	59	67	79	115	75	90	369
Servicios	71	36	29	132	214	594	264	196	250	206
El Salvador										
Recursos naturales	23	-16	-11	30	9	-2	22	0	29	10
Manufacturas	91	18	32	65	47	48	41	317	17	21
Servicios	914	210	133	159	143	12	313	191	182	1 315
Otros (maquila)	77	3	19	26	10	71	31	4	0	101
Honduras^b										
Recursos naturales	3	113	81	49	59	81	107	74	96	13
Manufacturas	23	47	168	59	21	69	254	227	164	168
Servicios	72	78	82	123	122	144	183	294	408	444
México										
Recursos naturales	79	226	292	86	344	96	193	206	360	1 198
Manufacturas	5 010	9 166	10 017	5 850	8 716	7 551	13 042	11 772	9 417	9 808
Servicios	3 277	4 342	7 693	23 591	13 956	8 944	9 641	8 845	7 649	8 723
Nicaragua										
Recursos naturales	31	25	8	7	0	1	1	0	15	11
Manufacturas	26	32	72	55	70	48	33	87	63	121
Servicios	138	243	186	89	134	153	216	155	209	203
Panamá										
Recursos naturales	0	0	0	0	0	0	0	0	...	...
Manufacturas	-43	34	0	316	-76	3	41	-62	...	...
Servicios	1 364	632	396	217	98	566	1 092	1 693	...	...
Otros	39	5	228	-66	76	166	-32	-696	...	...

Cuadro I-A-2 (conclusión)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Paraguay^c										
Recursos naturales	...	...	...	...	...	...	...	19	-2	-36
Manufacturas	...	...	...	...	...	...	...	-1	-17	96
Servicios	...	...	...	...	...	...	...	10	53	51
República Dominicana										
Recursos naturales	0	0	0	7	23	78	60	31	96	-170
Manufacturas	177	183	154	167	223	103	321	199	206	181
Servicios	0	41	43	73	45	45	100	175	131	74
Otros (incluye zonas francas)	492	1 067	673	796	600	326	448	718	1 014	1 619
Perú										
Recursos naturales	193	336	37	65	53	1	244	283	735	262
Manufacturas	132	130	70	162	713	22	-82	13	429	30
Servicios	528	935	2 563	558	245	29	-280	-273	329	228
Trinidad y Tabago										
Recursos naturales	585	449	614	787	695	710	867	813	...	...
Manufacturas	11	7	-38	-13	13	12	17	15	...	...
Servicios	16	18	2	30	43	30	49	47	...	...
Otros	119	169	102	31	40	56	65	65	...	...
Uruguay										
Recursos naturales	...	...	...	-15	48	198	142	264	...	...
Manufacturas	...	...	...	12	54	40	23	26	...	...
Servicios	...	...	...	281	145	149	145	248	...	...
Otros	...	...	...	18	-53	29	22	310	...	...
Venezuela (Rep. Bol. de)										
Petrolero	1 790	1 919	1 206	2 016	532	-25	-529	1 007	-1 958	-180
Financiero	604	41	590	403	526	181	335	413	401	673
Otros	2 591	930	2 905	1 264	-276	2 487	1 712	1 537	417	41

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales disponibles al 30 de abril de 2008.

^a Estos datos se basan en cifras oficiales de Argentina (datos de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI) dependiente del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); ingresos netos); Bolivia (Banco Central, ingresos brutos); Brasil (Banco Central; ingresos brutos), Chile (Comité de Inversión Extranjera; inversiones materializadas); Colombia (Banco de la República; ingresos netos); Ecuador (Banco Central; ingresos netos); El Salvador (Banco Central de Reserva, ingresos netos); Honduras (Banco Central; ingresos netos); México (Secretaría de Economía; ingresos netos); Nicaragua (Banco Central; ingresos netos); Panamá (Contraloría General de la República; ingresos netos); Paraguay (Banco Central, ingresos netos); Perú (Proinversión, ingresos netos); Uruguay (Banco Central, ingresos netos); República Bolivariana de Venezuela (Banco Central; ingresos netos); República Dominicana (Banco Central; ingresos netos) y Trinidad y Tabago (Banco Central; ingresos netos). Los datos no coinciden necesariamente con los de la balanza de pagos.

^b Incluye maquila a partir de 2004.

^c Extrapolación sobre la base de datos al tercer trimestre para 2007.

Cuadro I-A-3
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS NETOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA POR PAÍS DE ORIGEN, 1998-2007^a
(En millones de dólares)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Argentina										
Países Bajos	1 073	424	378	1 302	-436	-170	983	...	...	...
Estados Unidos	920	1 307	947	533	342	-251	618	...	...	...
Francia	1 310	1 536	656	521	-624	-185	389	...	...	...
Alemania	486	272	69	-100	381	112	336	...	...	...
Chile	277	201	96	-245	22	24	171	...	...	...
Otros	3 227	20 245	8 273	155	2 464	2 121	1 777	...	...	...
Bolivia										
Estados Unidos	357	339	368	351	289	189	131	...	...	...
Países Bajos	96	106	47	58	12	5	53	...	...	...
España	46	10	46	59	268	63	40	...	...	...
Reino Unido	7	21	25	56	50	63	27	...	...	...
Colombia	0	2	0	3	3	4	26	...	...	...
Otros	523	532	344	349	377	242	86	...	...	...
Brasil										
Países Bajos	3 365	2 042	2 228	1 892	3 372	1 445	7 705	3 208	3 506	8 129
Estados Unidos	4 692	8 088	5 399	4 465	2 615	2 383	3 978	4 644	4 522	6 073
Luxemburgo	1 807	2 115	2 035	1 755	1 554	1 910	1 522	1 078	1 974	1 604
España	5 120	5 702	9 593	2 767	587	710	1 055	1 220	1 564	2 202
Alemania	413	481	375	1 047	628	508	795	1 388	867	1 801
Otros	7 169	8 717	9 318	9 114	10 019	5 943	5 206	10 097	7 328	7 857
Chile										
Canadá	1 022	518	744	142	913	188	368	84	1 833	334
Estados Unidos	1 337	1 389	788	1 808	551	373	123	-15	337	266
Colombia	1	0	-1	19	0	0	0	24	2	194
España	896	4 620	643	386	248	160	3 742	207	75	107
Australia	422	17	39	663	128	51	135	286	206	105
Otros	2 361	2 681	826	2 001	1 541	513	269	1 214	715	366
Colombia										
Estados Unidos	413	545	120	223	784	274	874	1 399	1 525	1 266
Brasil	2	-1	5	1	10	1	7	8	19	529
Panamá	125	180	259	129	40	135	10	208	240	477
México	34	6	23	12	21	19	16	1 063	31	340
España	469	154	479	161	107	155	136	599	492	289
Otros	2 165	1 444	2 379	1 145	717	615	917	4 845	865	870
Costa Rica										
Estados Unidos	486	346	280	257	328	354	557	532	695	1 025
Países Bajos	1	-1	1	-1	219	26	15	0	26	247
Alemania	11	8	10	3	1	58	16	7	25	76
Suiza	-1	2	2	3	16	12	31	-11	10	66
España	0	0	22	26	0	8	7	14	11	57
Otros	116	266	88	170	98	118	180	297	701	419
Ecuador										
Estados Unidos	364	230	235	317	441	-47	79	-77	-160	79
Francia	4	0	0	0	84	70	15	-1	8	78
Panamá	19	14	11	74	39	85	94	76	67	72
España	1	0	86	85	1	3	1	3	7	72
China					16	20	-8	-20	12	60
Otros	412	336	309	770	203	743	661	511	336	-184
El Salvador										
Panamá	...	7	7	6	15	-1	2	42	68	841
Estados Unidos	...	143	110	107	146	63	-5	23	322	499
México	...	-14	0	2	4	11	531	33	7	59
Costa Rica	...	17	5	16	6	-1	0	-1	3	34
España	...	39	0	52	38	2	34	0	0	10
Otros	...	24	52	95	0	55	-155	418	141	-9
Honduras ^b										
Estados Unidos	35	112	100	98	171	195	192	303	339	354
Reino Unido	7	3	16	11	1	-3	61	48	49	83
México	1	5	0	7	1	4	36	45	38	82
Canadá	12	52	18	19	22	22	79	17	108	40
Francia	0	0	2	1	0	1	0	16	3	21
Otros	43	65	196	95	7	76	181	173	139	44

Cuadro I-A-3 (conclusión)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
México										
Estados Unidos	5 467	7 426	12 694	21 410	12 935	9 281	8 528	10 487	11 021	9 340
Países Bajos	1 071	1 089	2 683	2 620	1 495	892	3 332	2 435	3 016	2 979
España	345	1 042	2 113	2 730	4 427	3 004	7 450	1 498	979	1 903
Francia	128	168	-2 483	394	352	530	170	435	701	1 413
Canadá	215	625	700	1 024	221	262	490	414	533	780
Otros	1 150	3 354	2 073	1 328	3 325	2 607	2 893	5 529	1 171	3 290
Panamá										
Argentina	6	4	2	-5	0	0	5	19	...	...
Colombia	-4	-19	-49	30	361	26	12	-283	...	...
Costa Rica	-5	-8	3	11	13	-1	-6	13	...	...
Ecuador	6	-36	-12	-2	-15	0	4	3	...	...
México	52	138	173	-70	-19	29	-9	-28	...	...
Otros	1 244	1 217	535	684	90	28	739	1 185	...	...
Paraguay ^c										
Estados Unidos	...	...	...	...	20	28	2	25	68	85
Panamá	...	...	...	...	0	-2	-3	-7	5	25
Brasil	...	...	...	...	-4	-18	0	10	32	13
Países Bajos	...	...	...	...	14	-11	0	15	21	12
Argentina	...	...	...	...	-2	12	-7	9	2	11
Otros	...	...	...	...	-20	15	35	-16	-17	-3
Perú										
Estados Unidos	206	246	120	-89	-136	37	165	262	408	180
Reino Unido	258	749	163	238	78	86	-323	0	505	151
Alemania	12	12	12	17	7	0	1	1	2	54
España	31	24	1 971	-26	42	2	-400	-314	-9	52
Colombia	34	9	1	7	534	2	0	5	42	49
Otros	311	364	403	638	484	-75	440	68	545	33
República Dominicana										
Estados Unidos	180	181	202	433	382	462	177	457	685	796
España	206	457	190	193	35	-13	127	215	229	258
Canadá	128	95	133	10	18	-23	274	111	137	163
Suiza	8	17	14	2	4	6	18	48	7	80
Reino Unido	23	76	17	2	0	-25	21	95	70	78
Otros	156	513	398	438	477	206	291	197	333	322
Trinidad y Tabago										
Estados Unidos	...	275	316	372	353	376	698	694	...	...
Reino Unido	...	232	255	307	291	297	170	165	...	...
Alemania	...	8	14	37	35	36	43	41	...	...
India	...	57	11	21	20	20	24	16	...	...
Canadá	...	9	2	7	7	12	3	1	...	...
Otros	...	63	82	91	85	68	61	22	...	...
Uruguay										
Argentina	...	...	...	14	-28	270	182	397	...	...
Brasil	...	...	...	-6	40	0	38	203	...	...
Panamá	...	...	...	103	37	31	28	106	...	...
Paraguay	...	...	...	77	14	-3	2	35	...	...
Bahamas	...	...	...	20	29	8	0	29	...	...
Otros	...	...	...	90	101	110	82	78	...	...
Venezuela (Rep. Bol. de)										
Islas Caimán	1 206	196	44	77	6	18	0	400	...	...
Estados Unidos	144	78	115	116	71	997	176	369	...	...
España	15	22	60	24	6	11	21	31	...	...
Países Bajos	29	74	84	448	74	51	9	26	...	...
Panamá	29	35	30	22	7	21	4	11	...	...
Otros	185	538	294	365	180	85	293	25	...	...

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estimaciones sobre la base de cifras oficiales al 30 de abril de 2008.

^a Estos datos se basan en cifras oficiales de Argentina (Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI) dependiente del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC); ingresos netos); Bolivia (Banco Central; ingresos brutos); Brasil (Banco Central; ingresos brutos), Chile (Comité de Inversión Extranjera; inversiones materializadas); Colombia (Banco de la República; ingresos netos); Ecuador (Banco Central; ingresos netos); El Salvador (Banco Central de Reserva; ingresos netos); Honduras (Banco Central; ingresos netos); México (Secretaría de Economía; ingresos netos); Panamá (Contraloría General de la República; ingresos netos); Perú (Proinversión; ingresos netos); Paraguay (Banco Central; ingresos netos); República Bolivariana de Venezuela (datos de la publicación *Petróleo y Otros Documentos Estadísticos* y de SIEEX; ingresos netos); República Dominicana (Banco Central; ingresos netos) y Trinidad y Tabago (Banco Central; ingresos netos). Los datos no coinciden necesariamente con los de la balanza de pagos.

^b Incluye maquila a partir de 2004.

^c Extrapolación sobre la base de datos al tercer trimestre.

Cuadro I-A-4
AMÉRICA LATINA: 60 MAYORES EMPRESAS/GRUPOS TRANSNACIONALES NO FINANCIEROS, SEGÚN VENTAS CONSOLIDADAS, 2006
(En millones de dólares)

Nº	Empresa	País	Sector	Ventas	Principales subsidiarias
1	General Motors	Estados Unidos	Automotriz	26 430	México, Brasil, Colombia, Argentina
2	Wal-Mart	Estados Unidos	Comercio	24 882 ^b	México, Brasil, Guatemala, Costa Rica, Honduras, Nicaragua, El Salvador, Argentina
3	Telefónica de España	España	Telecomunicaciones	23 166	Brasil, Argentina, Chile, México, Perú, Colombia, Ecuador
4	Volkswagen	Alemania	Automotriz	17 884	México, Brasil, Argentina
5	Repsol-YPF	España	Petróleo/Gas	16 900	Argentina, Brasil, Bolivia
6	Telmex/América Móvil ^a	México	Telecomunicaciones	15 400 ^c	Brasil, Argentina, Paraguay, Uruguay, Chile, Colombia, Ecuador, Perú, Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua, República Dominicana
7	DaimlerChrysler	Estados Unidos	Automotriz	15 111	México, Brasil, Argentina
8	Ford	Estados Unidos	Automotriz	11 170	Brasil, México, Argentina
9	Nestlé	Suiza	Alimentos	9 768	México, Argentina, Brasil, Chile
10	Royal Dutch-Shell	Países Bajos/Reino Unido	Petróleo/Gas	9 757 ^d	Brasil, Argentina, Venezuela (Rep. Bol. de) ^p
11	Cargill	Estados Unidos	Agroindustria	9 609	Brasil, Argentina
12	Endesa	España	Energía	8 920	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú
13	ExxonMobil	Estados Unidos	Petróleo/Gas	8 208 ^e	Brasil, Colombia, Venezuela (Rep. Bol. de), Argentina ^p
14	Carrefour	Francia	Comercio	7 825	Argentina, Brasil, Colombia
15	Nissan	Japón	Automotriz/Autopartes	7 820 ^f	México, Brasil
16	Chevron	Estados Unidos	Petróleo/Gas	7 532 ^e	Brasil, Colombia, Venezuela (Rep. Bol. de), Argentina, Trinidad y Tabago ^p
17	AES Corporation	Estados Unidos	Electricidad	7 200	Argentina, Chile, Brasil, Colombia, República Dominicana, El Salvador, Panamá
18	Delphi	Estados Unidos	Automotriz/Autopartes	6 763	México, Brasil
19	Arcelor Mittal	Luxemburgo/India	Siderurgia/Metalurgia	6 747 ^g	Brasil, México
20	BHP Billiton	Australia/Reino Unido	Minería	6 746	Chile, Brasil, Perú, Colombia
21	Hewlett Packard	Estados Unidos	Electrónica/Computación	6 532	Brasil, México, Argentina
22	Anglo-American	Reino Unido	Minería	6 433	Chile, Brasil, Perú, Colombia, Venezuela (Rep. Bol. de)
23	Unilever	Países Bajos/Reino Unido	Consumo	6 428	Brasil, Argentina, México
24	Fiat	Italia	Automotriz	6 323	Brasil, Argentina
25	Bunge	Estados Unidos	Agroindustria	6 100 ^h	Brasil, Argentina, México
26	Italia Telecom	Italia	Telecomunicaciones	5 572	Brasil, Argentina, Paraguay, Cuba, Bolivia
27	General Electric	Estados Unidos	Equipos eléctricos, Maquinaria, Informática	4 922	México, Brasil
28	PETROBRAS ^a	Brasil	Petróleo/Gas	4 437 ⁱ	Argentina, Perú, Ecuador, Venezuela (Rep. Bol. de), Bolivia, México
29	Siemens	Alemania	Equipos eléctricos/ Electrónica/Informática	3 911	México, Brasil
30	Techint ^a	Argentina	Siderurgia/Metalurgia	3 761 ^j	México, Brasil, Venezuela (Rep. Bol. de), Colombia, Guatemala, Ecuador
31	Caterpillar	Estados Unidos	Máquinas/Equipos	3 600	Brasil, México
32	British American Tobacco	Reino Unido	Tabaco	3 552	Brasil, México, Venezuela (Rep. Bol. de), Argentina, Honduras, Jamaica, Panamá, Perú, Trinidad y Tabago
33	PepsiCo	Estados Unidos	Bebidas/Licores	3 470 ^k	México, Argentina, Venezuela (Rep. Bol. de)
34	Peugeot-Citroën	Francia	Automotriz/Autopartes	3 212	Brasil, Argentina
35	Dow Chemicals	Estados Unidos	Petroquímica	4 401 ^d	Brasil, Argentina, México, Chile, Colombia
36	Sanmina SCI	Estados Unidos	Electrónica	3 110 ^l	México, Brasil
37	Procter & Gamble	Estados Unidos	Higiene/Limpieza	3 100 ^m	México, Brasil, Argentina, Costa Rica, Venezuela (Rep. Bol. de)

Cuadro I-A-4 (conclusión)

Nº	Empresa	País	Sector	Ventas	Principales subsidiarias
38	IBERDROLA	España	Electricidad	3 035	Brasil, Guatemala, México, Chile, Bolivia
39	BP Group	Reino Unido	Petróleo/Gas	2 782 ⁿ	Colombia, Venezuela (Rep. Bol. de), Bolivia, Trinidad y Tabago, Argentina
40	Portugal Telecom	Portugal	Telecomunicaciones	2 777	Brasil
41	IBM	Estados Unidos	Informática	2 762 ^h	Brasil, Argentina, México
42	Avon	Estados Unidos	Higiene/Limpieza	2 743	Brasil, México, Colombia
43	Philip Morris	Estados Unidos	Tabaco	2 677	México, Brasil
44	Basf	Alemania	Química/Farmacia	2 626	Brasil, México
45	The Coca-Cola Co.	Estados Unidos	Bebidas/Cervezas	2 450	México, Brasil, Argentina
46	Électricité de France	Francia	Electricidad	2 376	México y Brasil
47	Honda	Japón	Automotriz/Autopartes	2 347 ^g	Brasil, México, Argentina
48	Samsung Corp.	República de Corea	Electrónica	2 336	Brasil, México
49	E.I. Du Pont de Nemours	Estados Unidos	Petroquímica/Química	2 200	Brasil, México, Argentina
50	Sonae SGPS	Portugal	Comercio	2 067 ^o	Brasil
51	Cencosuda	Chile	Comercio	2 058 ^c	Argentina ^q
52	Renault	Francia	Automotriz/Autopartes	2 047 ^g	Brasil, Argentina, Colombia, México
53	Bayer	Alemania	Petroquímica/Química	2 042	Brasil, México, Argentina
54	Honda	Japón	Automotriz/Autopartes	1 861 ^g	Brasil, México
55	Kimberly Clark Co.	Estados Unidos	Celulosa/Papel	1 858 ^l	México, Brasil, Colombia, Costa Rica, Bolivia, Perú, honduras, República Dominicana, El Salvador, Venezuela (Rep. Bol. de)
56	Danone	Francia	Alimentos	1 808	México, Brasil, Argentina
57	Lear	Estados Unidos	Automotriz/Autopartes	1 803 ^l	México, Brasil, Argentina
58	Intel	Estados Unidos	Electrónica	1 800	Costa Rica
59	Nokia	Finlandia	Electrónica	1 769 ^g	Brasil, México
60	Bosch	Alemania	Automotriz/Autopartes	1 737 ^g	Brasil, México, Argentina

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de los informes anuales de cada empresa, *América economía* (2007), *Expansión* (2007), *Portal Exame* (2007), *Gazeta mercantil* (2007), *Semana* (2007) y *Mercado* (2007).

^a Empresa con origen en América Latina (translatinas).

^b Corresponde a sus ventas en Brasil, México, Guatemala y Argentina.

^c Corresponde a ventas en América Latina pero fuera de su país de origen.

^d Corresponde a ventas en Brasil y Argentina.

^e Corresponde a las ventas en Brasil, Colombia y Argentina.

^f Ventas estimadas. Calculado a partir de información de número de vehículos vendidos y ventas en 2005. Para 2006 se tiene solo información respecto de número de vehículos vendidos.

^g Corresponde a las ventas en Brasil.

^h Corresponde a las ventas en Brasil y Argentina.

ⁱ Corresponde a las ventas en Argentina.

^j Corresponde a las ventas de las subsidiarias Tenaris en Brasil, Ternium en México y Techint E&C en México y Brasil.

^k Corresponde a las ventas en México y Argentina.

^l Corresponde a las ventas en México.

^m Corresponde a las ventas en México, Brasil y Argentina.

ⁿ Corresponde a las ventas en Colombia y Argentina.

^o En octubre 2006 la empresa vendió el 50% de Sonae Sierra Brasil.

^p Localización de operaciones *upstream*, exploración y producción de petróleo.

^q Desde 2007 la empresa posee operaciones también en Brasil, Colombia y Perú.

Cuadro I-A-5
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: CORRIENTES NETAS DE INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR POR PAÍSES,
CIFRAS OFICIALES, 1998-2007
(En millones de dólares)

	1993-1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Argentina	1 693,7	2 325,5	1 730,3	901,0	160,9	-627,1	773,8	676,0	1 311,0	2 119,0	1 196,0
Barbados	2,1	1,0	1,3	1,1	1,1	0,5	0,5	3,9	9,2	3,0	n.d.
Belice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,1	2,0	0,6	1,2 ^a
Bolivia	2,1	2,8	2,8	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	4,0
Brasil	697,4	2 721,0	1 690,0	2 281,6	-2 257,6	2 482,1	249,3	9 807,0	2 516,7	28 202,0	7 067,0
Chile	938,6	1 483,4	2 557,9	3 986,6	1 609,7	343,2	1 606,3	1 563,1	2 182,7	2 875,6	3 830,3
Colombia	356,5	796,0	115,5	325,3	16,1	856,8	937,7	142,4	4 661,9	1 098,3	370,3
Costa Rica	5,0	4,8	5,0	8,5	9,5	34,1	26,9	60,6	-43,0	98,0	227,5
El Salvador	0,5	1,0	53,8	-5,0	-9,7	-25,7	18,6	-53,3	112,9	-26,4	99,8
Honduras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,8	-6,2	1,0	0,6	1,0
Jamaica	53,8	82,0	94,9	74,3	89,0	73,9	116,3	60,0	101,0	85,4	n.d.
México	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4 404,0	890,8	1 253,5	4 431,9	6 474,0	5 758,5	5 478,9
Paraguay	3,2	5,6	5,6	5,7	5,8	-2,0	5,5	6,0	6,4	4,0	7,6 ^a
Perú	15,2	62,0	128,0	0,0	74,4	0,0	60,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trinidad y Tabago	0,0	0,0	264,1	25,2	150,0	106,4	225,2	25,4	341,0	370,0	0,0
Uruguay	2,6	9,3	-3,0	-0,6	6,2	13,7	15,1	17,7	36,3	-2,4	3,5
Venezuela (Rep. Bol. de)	479,8	1 043,0	872,0	521,0	204,0	1 026,0	1 318,0	619,0	1 167,0	2 076,0	2 237,0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales. Los datos considerados se refieren a las cifras oficiales más actuales, disponibles al 2 de abril de 2008.

^a Extrapolación sobre la base de datos al tercer trimestre.

**Evolución de la inversión extranjera
en Colombia y situación económica:
“el cuarto de hora de la
infraestructura”.**

Juan Martín Caicedo Ferrer.

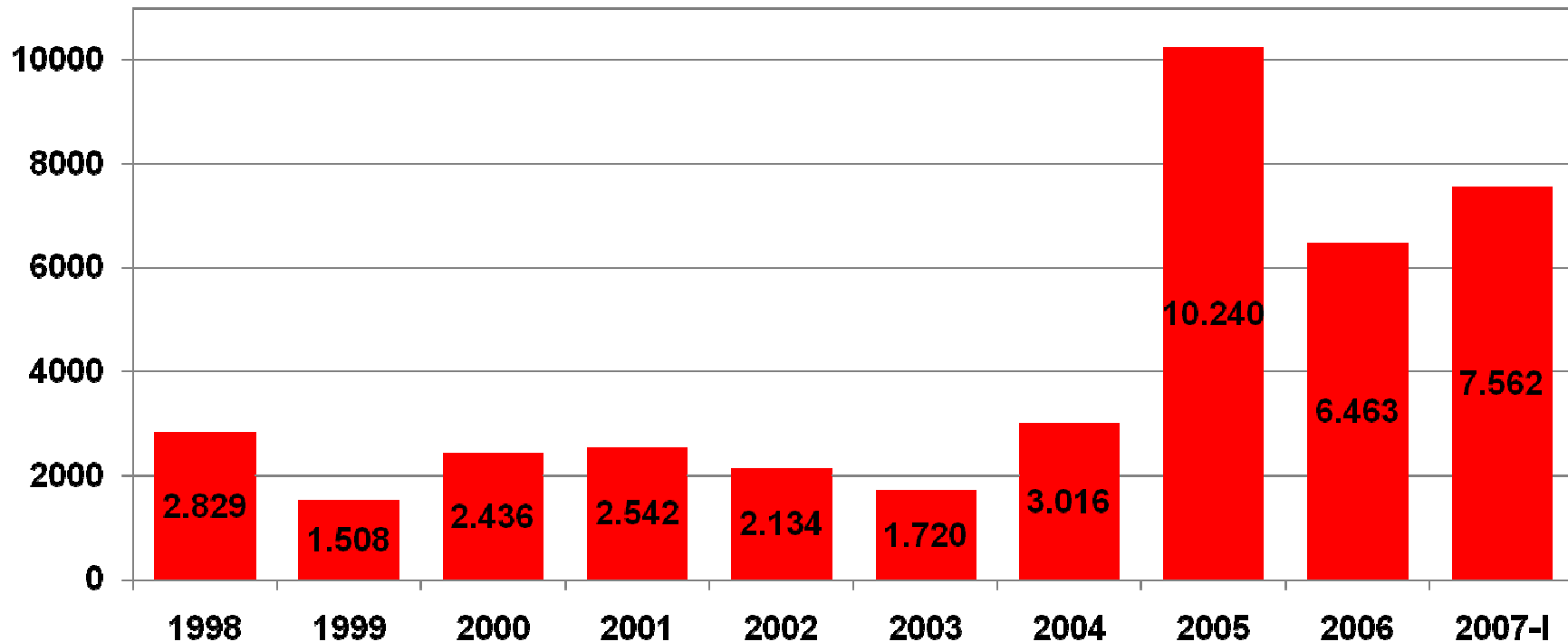
Presidente Ejecutivo Cámara Colombiana de la Infraestructura

Octubre 10 de 2007.

Histórico de inversión extranjera en Colombia

Los flujos de IED hacia Colombia han crecido sustancialmente; esto como reflejo de la confianza que los inversionistas extranjeros vienen depositando en el país.

Flujos de Inversión Extranjera Directa en Colombia (Mill de dólares)

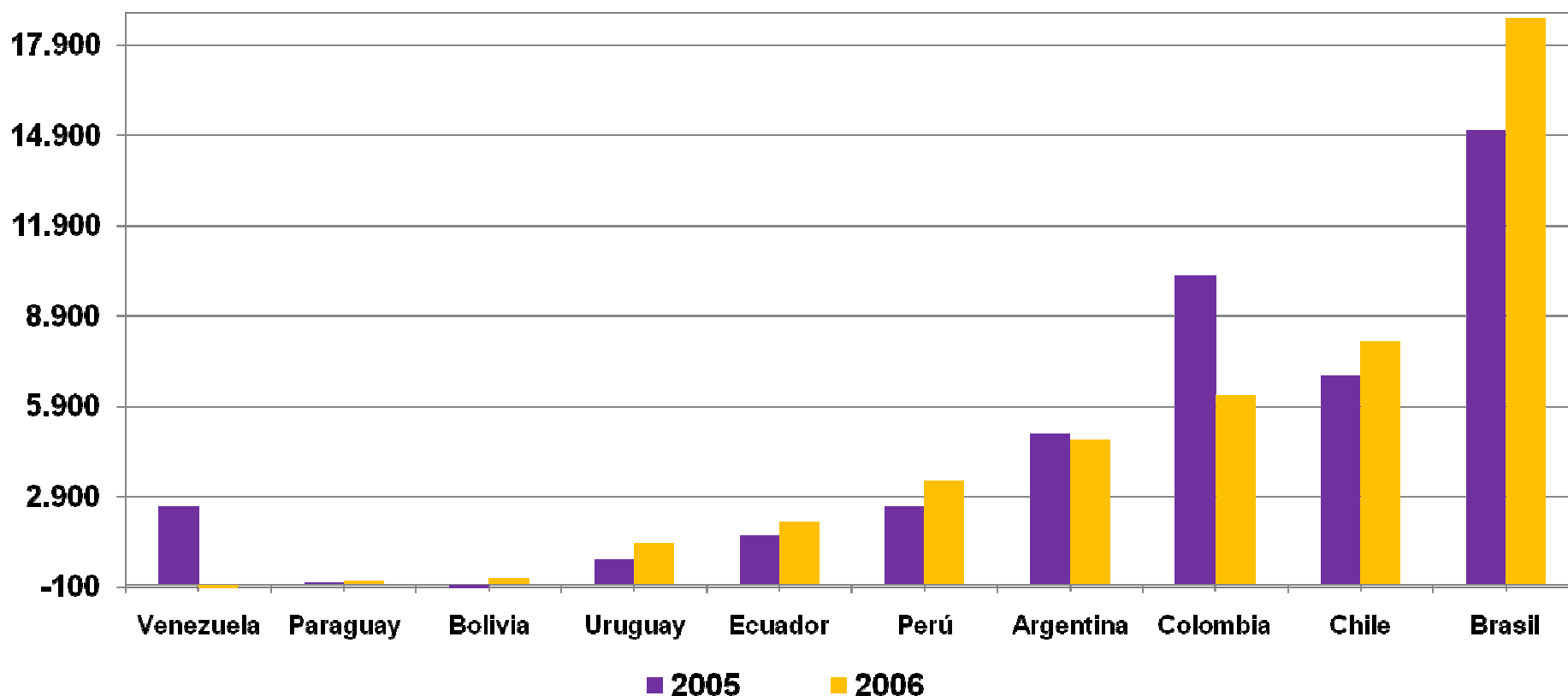


Fuente: Banco de la República (1998-2006). Para 2007: Inversión estimada por Latin Focus.

Comparativo de Inversión Extranjera Directa (IED)

La IED en Colombia está muy por encima del promedio de los países latinoamericanos, siendo sólo superada por Brasil (2005 y 2006), y por Chile (solamente en 2006).

Flujos de Inversión Extranjera Directa (Millones de dólares)

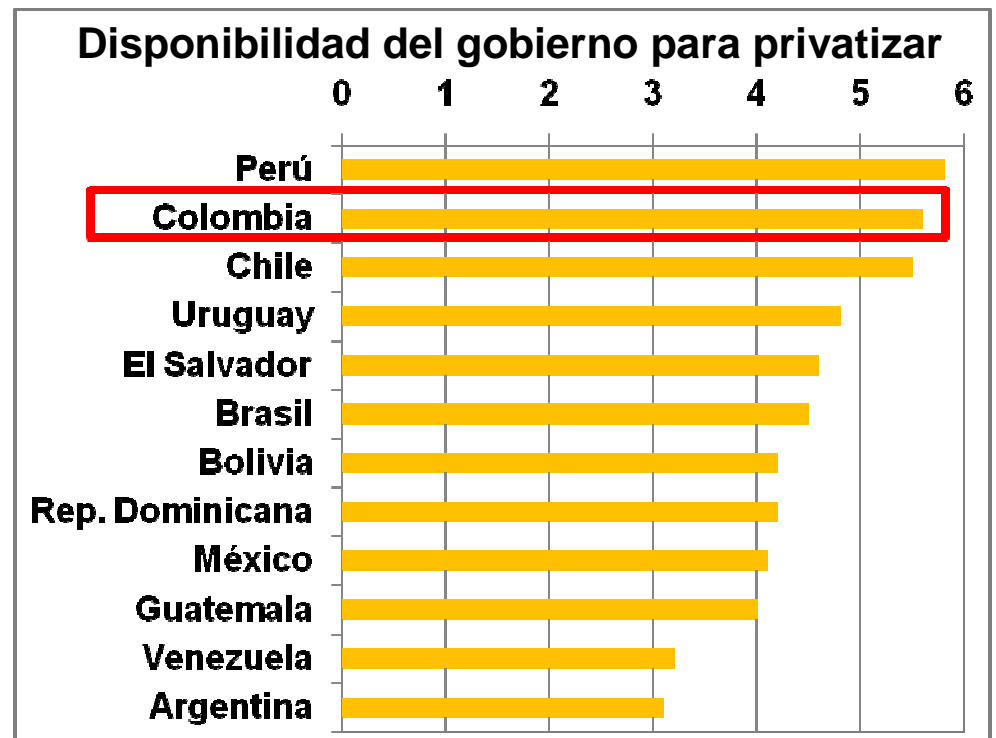


Atracción de inversión privada: Posición de Colombia

En un estudio realizado por el Foro Económico Mundial 2007 se cataloga a Colombia como el tercer país de Latinoamérica que más atrae la inversión privada para el desarrollo de proyectos en infraestructura.

Ranking de países más atractivos para invertir

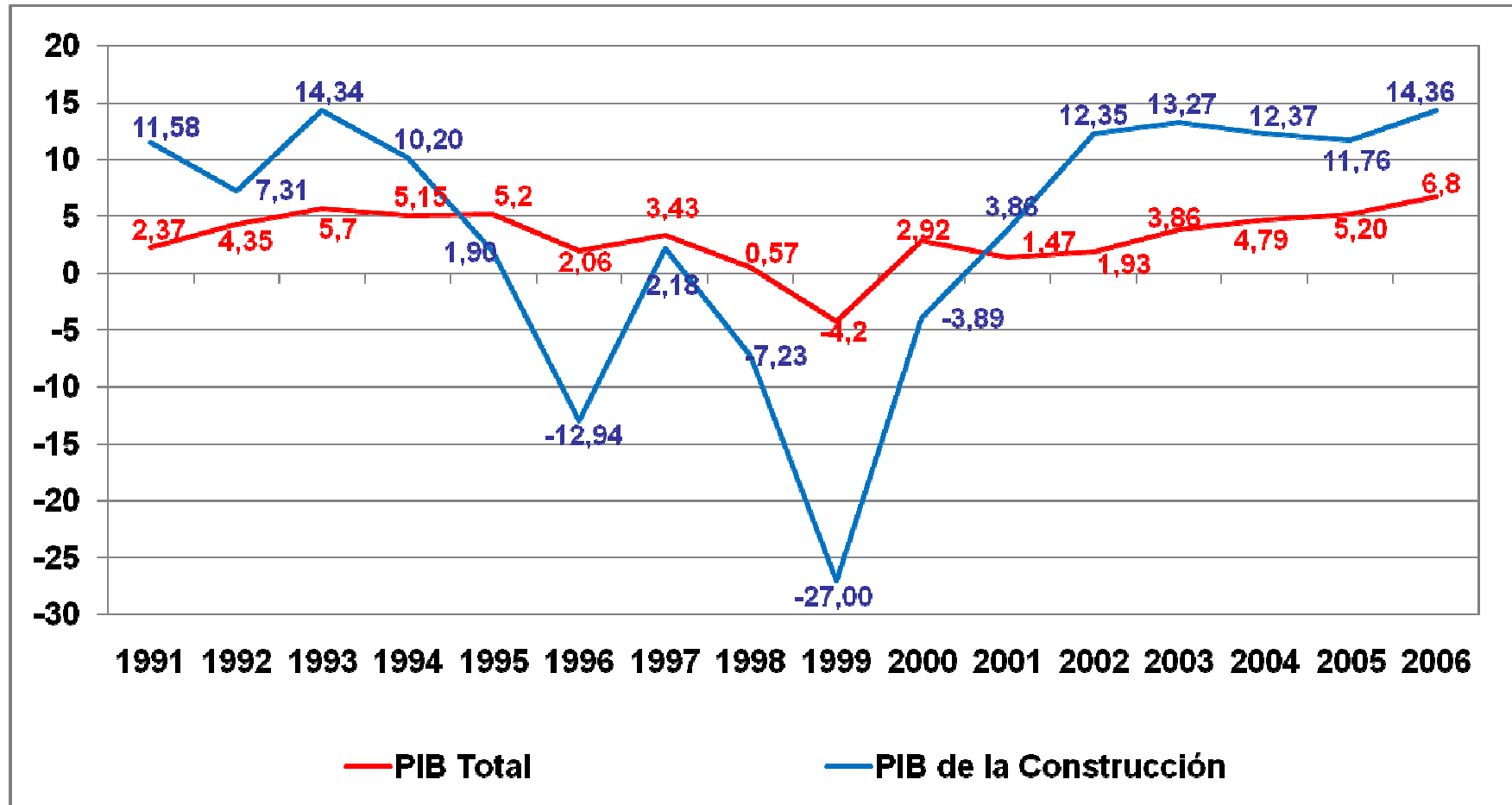
Ranking	País	Puntaje
1	Chile	5.4
2	Brasil	4.4
3	Colombia	4.3
4	Perú	4.2
5	México	4.0
6	Uruguay	4.0
7	El Salvador	4.0
8	Guatemala	3.6
9	Argentina	3.4
10	Venezuela	3.4
11	Bolivia	3.3
12	Rep. Dominicana	3.3



Otros hechos:

1. Mayor confianza de los mercados: reducción del spread sobre los bonos de deuda externa.
 1. Spread – EMBI Colombia Agosto de 2003: 421.
 2. Spread – EMBI Colombia Agosto de 2007: 197.
2. Calificación del grado de inversión a la deuda externa de Colombia por parte de S&P: de BB+ a BBB-.
3. Incremento en el número de viajeros extranjeros (de 615 mil en 2001 a 1 millón en 2006).
4. Reducción progresiva de la tarifa de renta.
5. Tendencia creciente del Índice General de la Bolsa de Colombia desde el 2002: crecimiento del 765% entre el 2002 y el 2007.
6. Colombia este año ha sido uno de los 10 países que más reformas ha implementado para facilitar la inversión y el desarrollo de negocios (entre el 2006 y el 2007 el país mejoró 17 puestos). Doing Business 2008

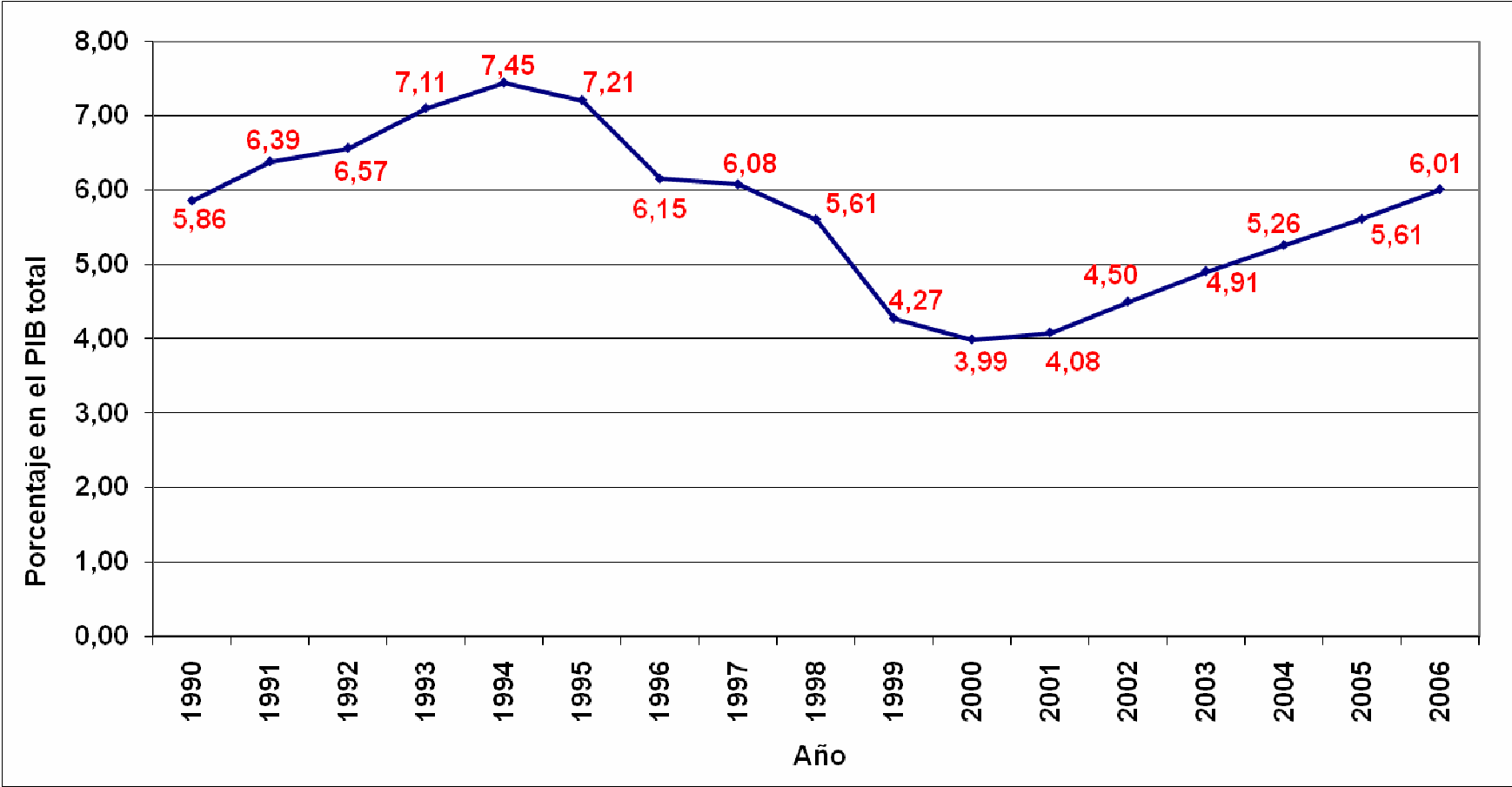
Crecimiento del PIB de la Construcción y del PIB Total



Fuente: DANE

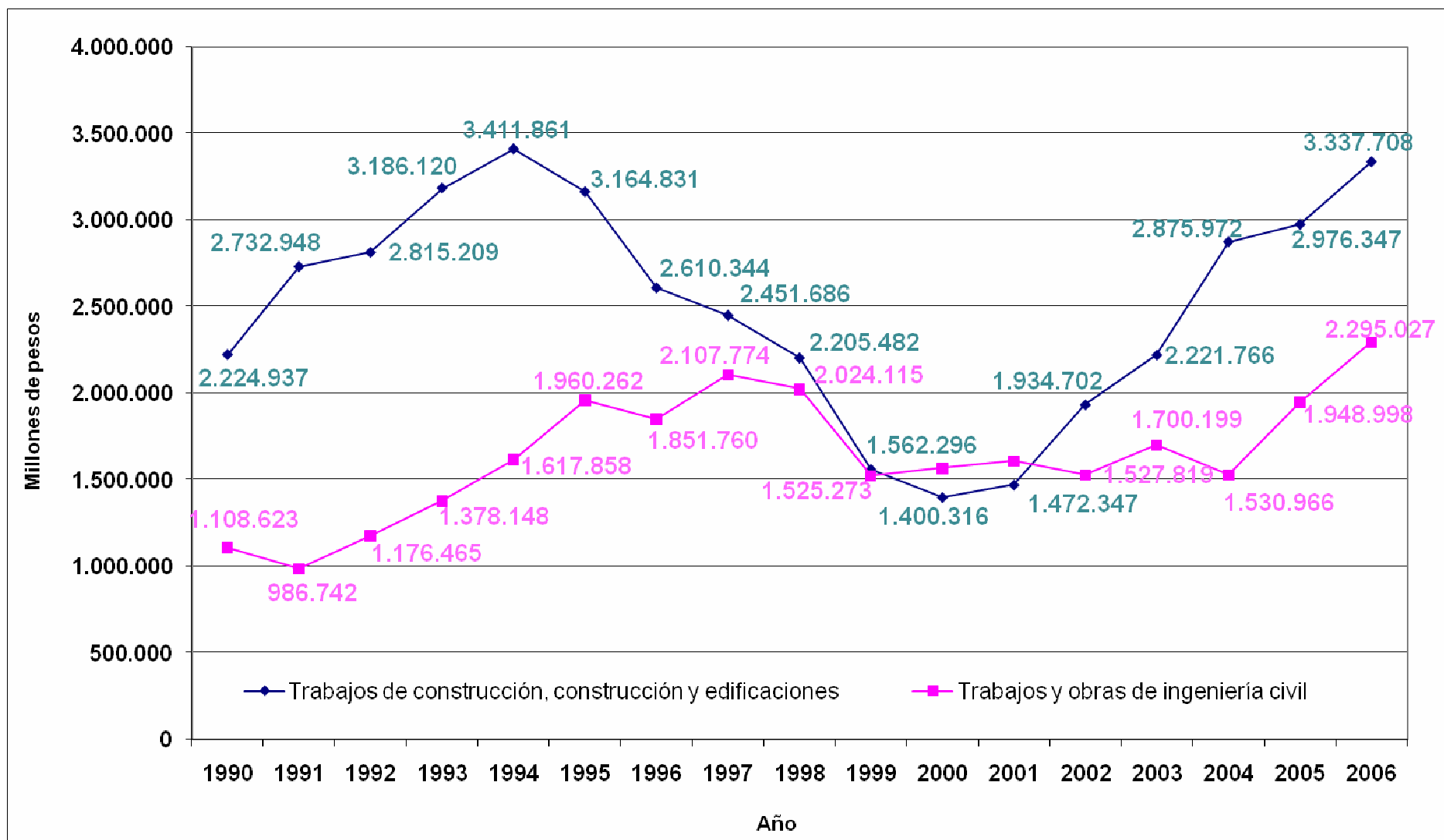
A partir del 2001, la tasa de crecimiento del PIB de la construcción es superior a la registrada para el total de la economía.

Participación del PIB de la Construcción en el PIB Total



Fuente: DANE - DNP

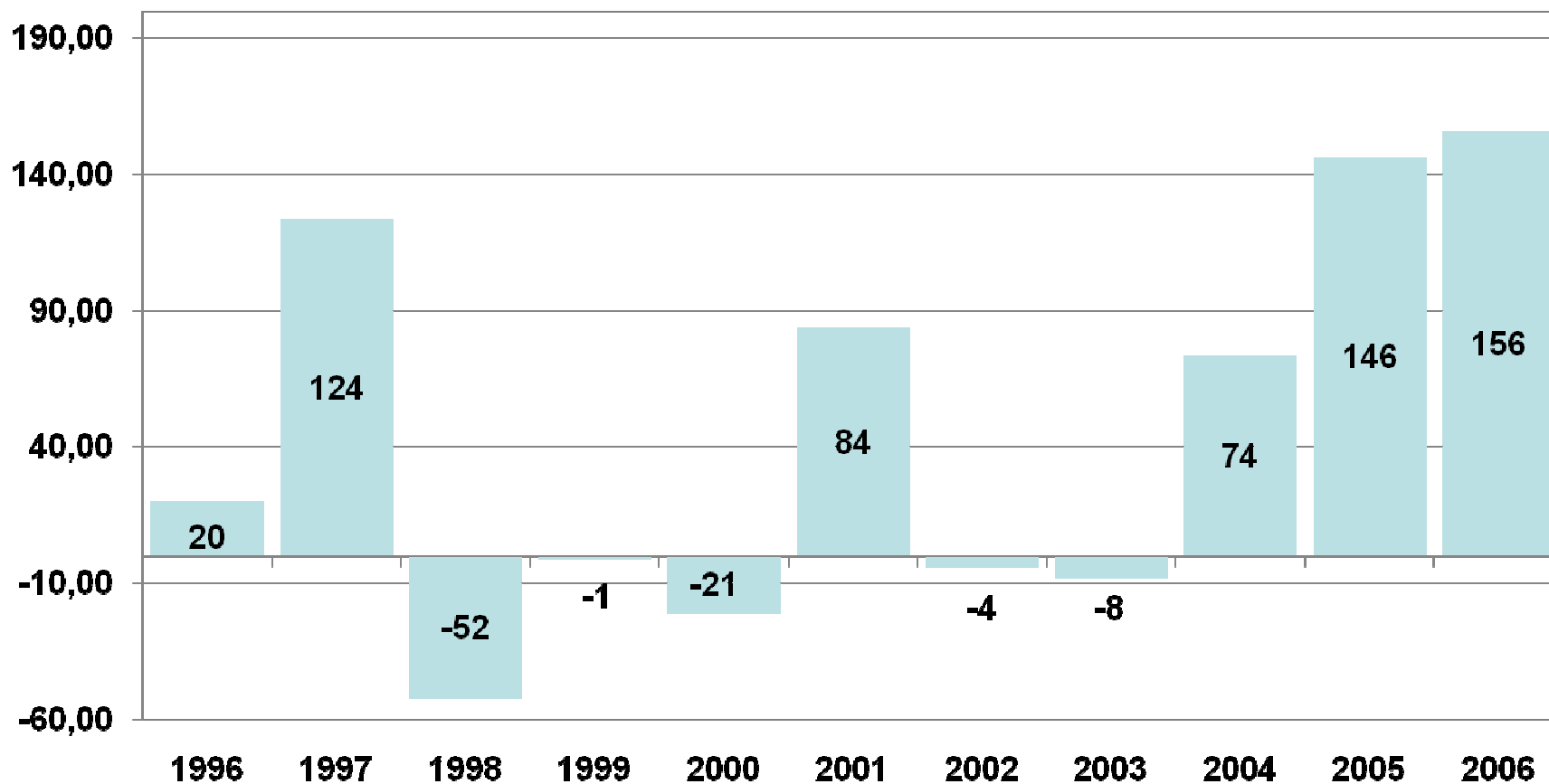
PIB de la Construcción Desagregado



Fuente: DANE - DNP

Histórico de inversión Extranjera Directa en Construcción

(Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

Participación extranjera en procesos de concesión vial

PROCESO	No. PROPONENTES	No.FIRMAS	No.FIRMAS POR PROPONENTE	% FIRMAS NACIONALES	% FIRMAS EXTRANJERAS
ZONA METROPOLITANA DE BUCARAMANGA	13	133	10	99%	1%
GIRARDOT-IBAGUÉ-CAJAMARCA	5	52	10	100%	0%
AREA METROPOLITANA DE CÚCUTA	3	33	11	97%	3%
RUTA CARIBE	6	57	10	93%	7%
CÓRDOBA-SUCRE	7	71	10	99%	1%
RUMICHACA-PASTO-CHACHAGUÍ	5	51	10	96%	4%
TOTAL	39	397	10	98%	2%

La participación de firmas extranjeras en los últimos procesos de concesión vial es muy baja.

Requisitos para un flujo de inversión sostenible

1. Sustento técnico necesario para la correcta ejecución de proyectos y previa labor de socialización con las comunidades asentadas en las zonas de influencia.
2. Rescatar la línea de las reformas institucionales de los 90.
3. Seguridad jurídica y estabilidad en las reglas de juego.
4. Comprensión y compromiso sobre los beneficios asociados a la participación privada en el desarrollo de la infraestructura.

REQUISITOS...

1. Sustento técnico y socialización

- *Selección técnica* de los funcionarios, estructuradores y asesores
- Desarrollo e implementación de adecuadas *metodologías para los procesos de APP*.
 - Determinación de criterios claros para la selección de los proyectos a concesionar.
 - Existencia de estudios mínimos para el desarrollo de los proyectos.
- *Matriz de Riesgos*
 - Las APPs son flexibles y de esta forma deben ser tratadas.
 - Lo cual no quiere decir que no sea deseable adoptar pautas generales que deban ser siempre respetadas.
- *Predecibilidad de las políticas* de emprendimiento de proyectos
 - La priorización de los proyectos debe ser acorde con las necesidades del país.
 - Tiene que fundamentarse en flujos de comercio y políticas de desarrollo productivo regional.

REQUISITOS...

2. Rescatar la línea de las reformas institucionales de los 90

- Ministerio de Transporte como gran **planeador y director** de políticas.
 - Debe haber una política consistente de atracción de inversión en infraestructura y transporte.
 - Las competencias del Ministerio se deben distinguir sustancialmente de las de sus ejecutores (INVÍAS, INCO, AEROCIVIL) .
- La necesidad de **un regulador autónomo**
 - Coherente, Independiente de los políticos y técnico (que evalúe ex ante la regulación y sus impactos).
- **Traslado progresivo y definitivo de responsabilidades** a entes territoriales
 - Profundizar la descentralización.
 - Los entes territoriales deben asumir las responsabilidades en materia de mantenimiento y construcción de la red secundaria y terciaria.
 - Aprovechar el saneamiento de las finanzas territoriales y concentrarse en un acompañamiento técnico a los territorios.

REQUISITOS...

3. Seguridad jurídica y estabilidad en las reglas de juego

- **Estabilidad económica y política** como condición para el emprendimiento de políticas de APPs en el sector transporte
 - La capacidad de atraer inversión a proyectos de infraestructura es casi un indicador del estado de la economía
 - A mayor “riesgo país”
 - Mayor encarecimiento de la financiación del proyecto,
 - Mayores exigencias de plazo para la recuperación de la inversión
 - Menores posibilidades de financiar proyectos con recursos obtenidos 100% del mismo proyecto.
 - Mayores necesidades de aportes estatales
- En todo caso, es posible el diseño de herramientas que cubran el **riesgo de desaceleración económica** sin necesidad de erogaciones presupuestarias.

REQUISITOS...

4. Comprensión y compromiso sobre los beneficios de la participación privada

- Asimilación política, social y cultural del modelo APPs
 - **Política:** la comprensión debe ser una especie de acuerdo que defienda a las políticas de acusaciones y críticas infundadas.
 - **Social:**
 - participación de las comunidades desde la planeación del proyecto.
 - diseño de herramientas de comunicación.
 - lectura de la realidad del entorno para el anuncio del proyecto, etc.
 - **Cultural:** el mensaje de que por el uso de la infraestructura se tiene que pagar.

Proyecciones de inversión

Techos aprobados en el Marco de Gasto de Mediano Plazo en infraestructura (para inversión y funcionamiento)

SECTOR	Miles de Millones de \$ Corrientes				Total	% Sectorial
	2007	2008	2009	2010		
Minas y Energía	4.250	1.687	1.156	1.159	8.252	40,2%
Transporte	3.317	2.454	2.386	2.364	10.521	51,3%
Comunicaciones	394	439	452	466	1.751	8,5%
Infraestructura	7.961	4.580	3.994	3.989	20.524	100,0%
% Infraestructura sobre Total Nación	10,2%	5,9%	4,9%	4,6%	6,4%	100,0%

Presupuesto del sector (para inversión)

ENTIDAD	INVERSIÓN (Miles de millones)		
	2007	2008	Variación
Ministerio de Transporte	34,9	53	54,13%
Invías	2,169	1.621	-25,27%
Aeronáutica Civil	123	184	50,15%
Inco	540	462	-14,45%
TOTAL	2.867	2.322	-19,02%

Plan Nacional de Desarrollo (Plan Plurianual de Inversiones 2007-2010)

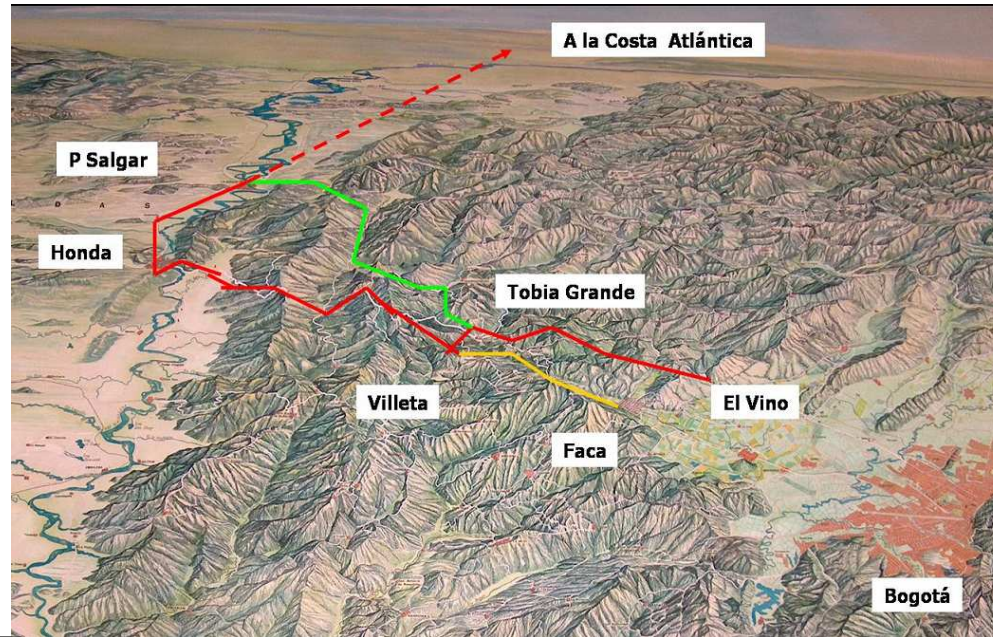
SECTOR	TOTAL (Miles de millones)					Participación
	Central	Descentral	S.G Participaciones	Privado	Total	
Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial	3.059	0	3.338	14.161	20.559	9,00%
Minas y Energía	3.751	18.769	0	13.372	35.893	15,70%
Transporte	10.918	0	0	10.751	21.670	9,48%

Transporte vial (carreteras)

U\$ 6.180 millones

PROYECTO	LONGITUD	MONTO	ESTADO ACTUAL
Ruta del Sol	769 Kms	U\$ 2500 mill	Se definió la IFC como estructurador del proceso
Valle de Aburrá-Golfo de Urabá	293 Kms	U\$ 270 mill	En proceso de contratación del estructurador
Ruta de la Montaña	328 Kms	U\$ 593 mill	En proceso de contratación del estructurador
Arterias del Llano	1384 Kms	ND	En proceso de contratación del estructurador
Rumichaca-Pasto-Chachagüí	169 Kms	U\$ 238 mill	En cierre financiero
Zona Metropolitana de Bucaramanga	153 Kms	U\$ 176 mill	Adjudicada 6 Dic de 2006
Girardot-Ibagué-Cajamarca	109 Kms	U\$ 354 mill	Adjudicada Julio de 2007
Ruta Caribe	293 Kms	U\$ 426 mill	Adjudicada, Julio 27 de 2007
Área Metropolitana de Cúcuta y Norte de Santander	89 Kms	U\$ 118 mill	Adjudicada
Primavera-Sabaneta	33 Kms	ND	ND
Córdoba-Sucre	164 Kms	U\$ 102 mill	Adjudicada 2 de Feb de 2007
Buga-Buenaventura	112 Kms	U\$ 50 mill	Algunos tramos adjudicados
Loboguerrero-Buenaventura	63 Kms	U\$881	ND
Cajamarca-Calarca	47 Kms	U\$ 472 mill	ND

Ruta del Sol



Ubicación	Cundinamarca, Boyacá, Santander, Cesar, Magdalena
Longitud	769 Km
Estado	En proceso de estructuración a cargo de la IFC (Banco Mundial)
Tráfico promedio diario	10.000 vehículos
Objeto	Construcción, rehabilitación, ampliación, mantenimiento y operación de la vía
Inversión estimada	US\$ 2.500 millones
Tiempo estimado construcción	10 años
Esquema de financiación	Según estructuración. Posible: traslado de peajes, recursos privados y aportes estatales
Fecha estimada licitación	Principios del 2008 en dos tramos

Transporte aéreo y portuario

U\$2.170 millones

PROYECTO	INVERSIÓN ESTIMADA	ESTADO ACTUAL
Concesión Portuaria Bahía Málaga	U\$ 200 mill	En estudio por parte del sector privado
Concesión Portuaria Tribugá	U\$ 800 mill	En estudio por parte del sector privado
Puerto de Turbo	Por Definir	En estudio por parte del sector privado
Ampliación Puerto de Cartagena	U\$ 200 mill	ND
Integración y Concesión de los Aeropuertos de Medellín, Rionegro, Montería, Quibdó y Carepa	U\$ 120 mill	En proceso de estructuración
Integración y Concesión de los Aeropuertos de Cúcuta, Bucaramanga, Barranca y Valledupar	Por definir	Por estructurar en el primer trimestre de 2008
Aeropuerto Internacional El Dorado de Bogotá	U\$ 650 mill	Adjudicada
Aeropuerto de San Andrés y Providencia	U\$ 200 mill	Adjudicada

INALDE-Entorno Económico Continuidad Febrero 2008

John Naranjo D

Agenda

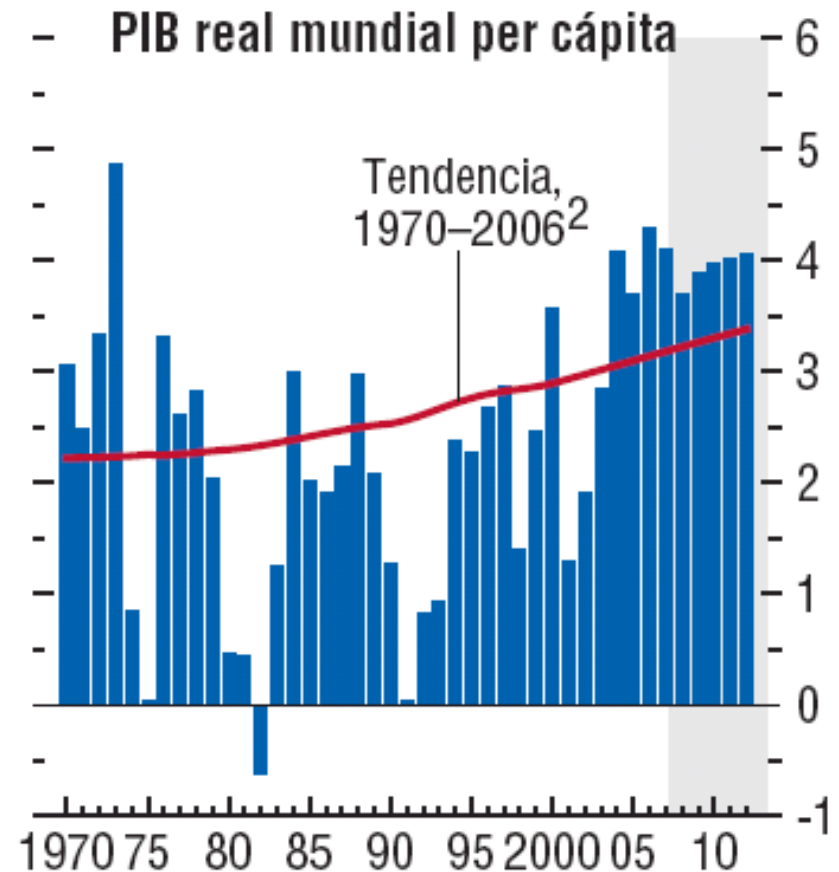
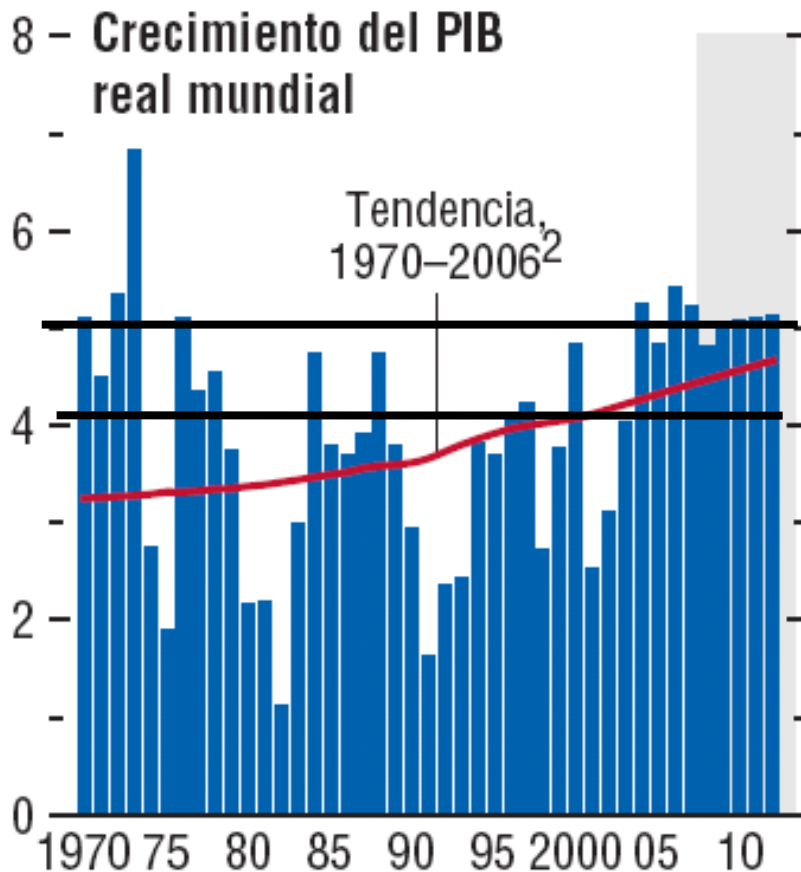
- 1-Qué pasó en el Mundo en 2007.
- 2-Qué perspectivas mundiales para 2008 ven los analistas.
- 3- Evolución de la economía colombiana en 2007.
- 4- Perspectivas para Colombia en 2008.

Fuentes.

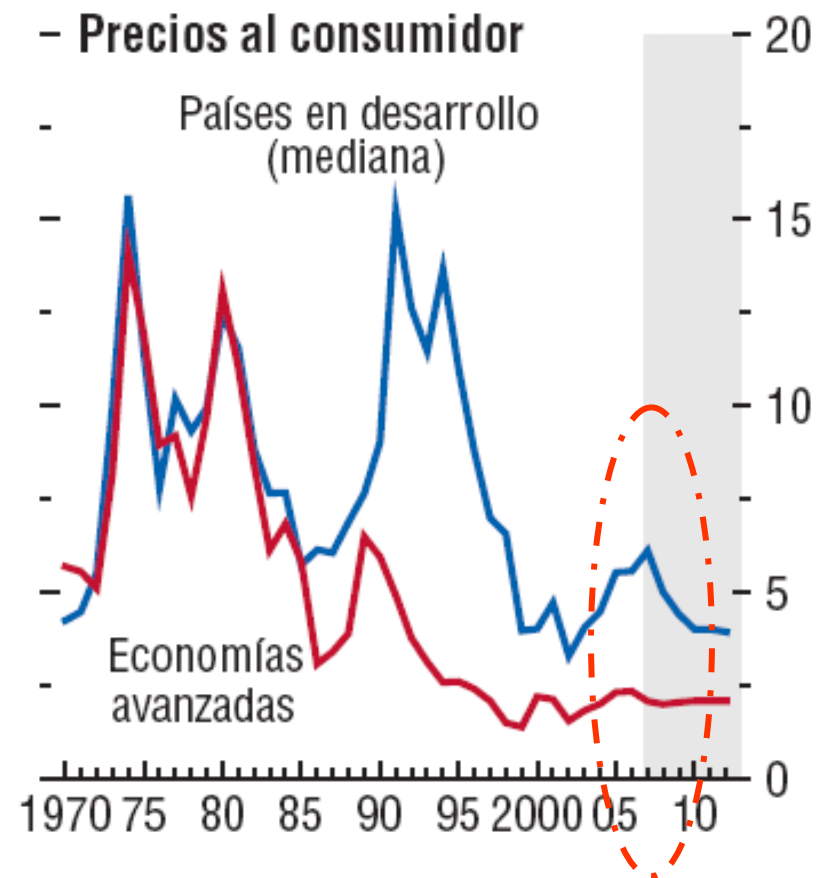
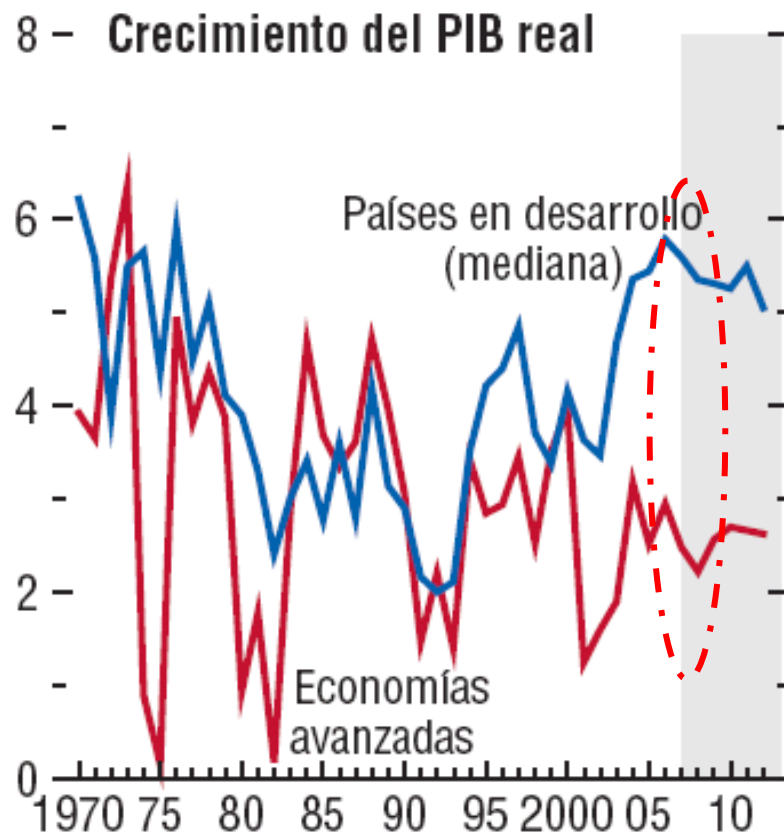
Banco Mundial, IMF, CEPAL, Merrill Lynch. DANE, Banco de la República, REV DINERO, REV GERENTE. MinHacienda, MinComercio, Fedesarrollo

1-Qué paso en el Mundo durante el año 2007

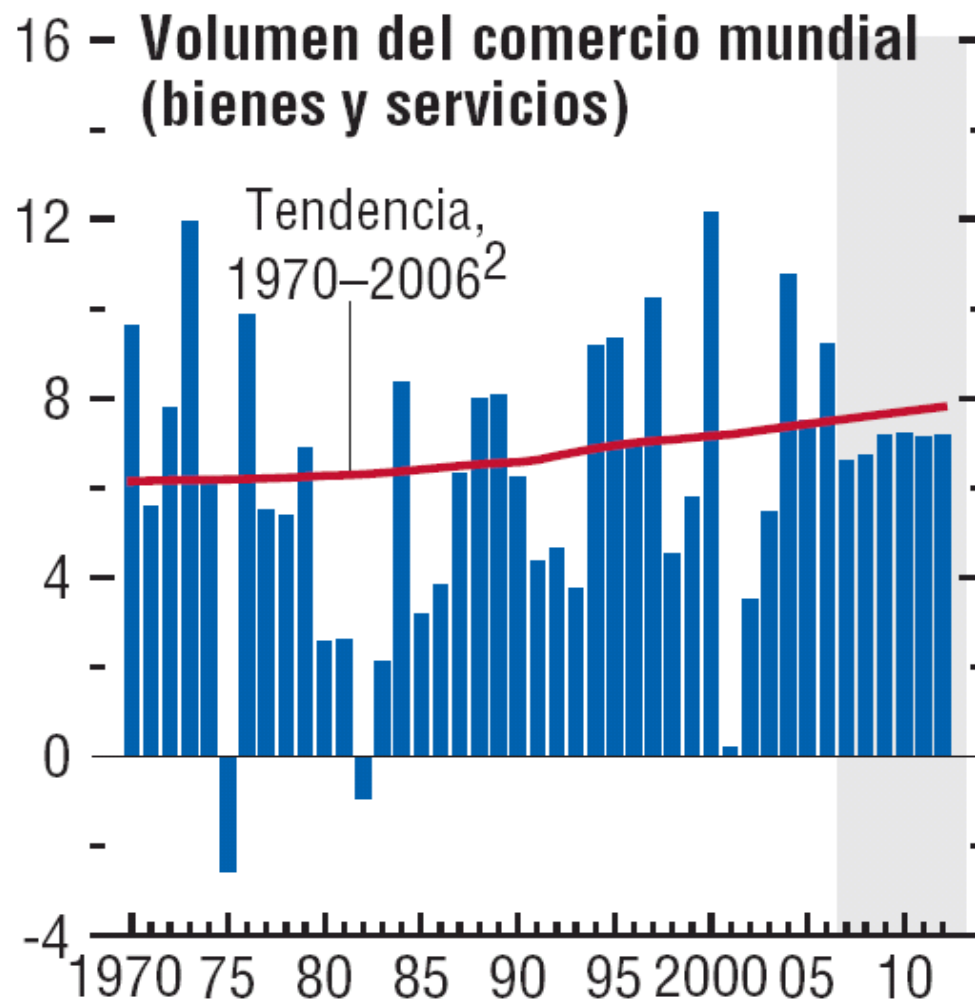
La economía mundial con el mejor crecimiento sostenido desde los 70



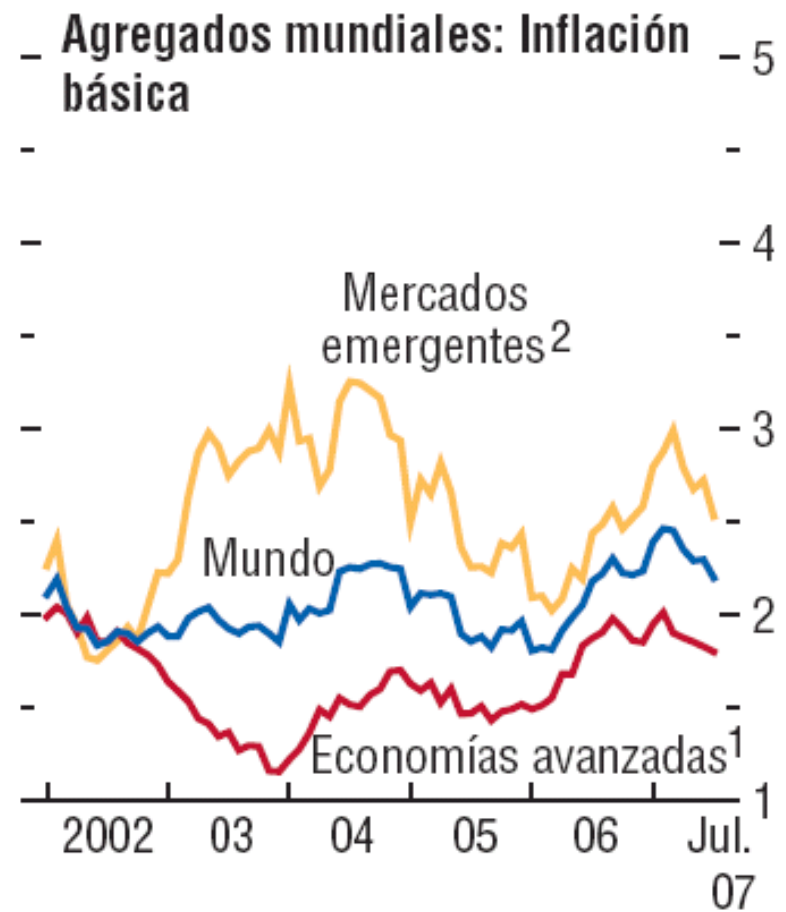
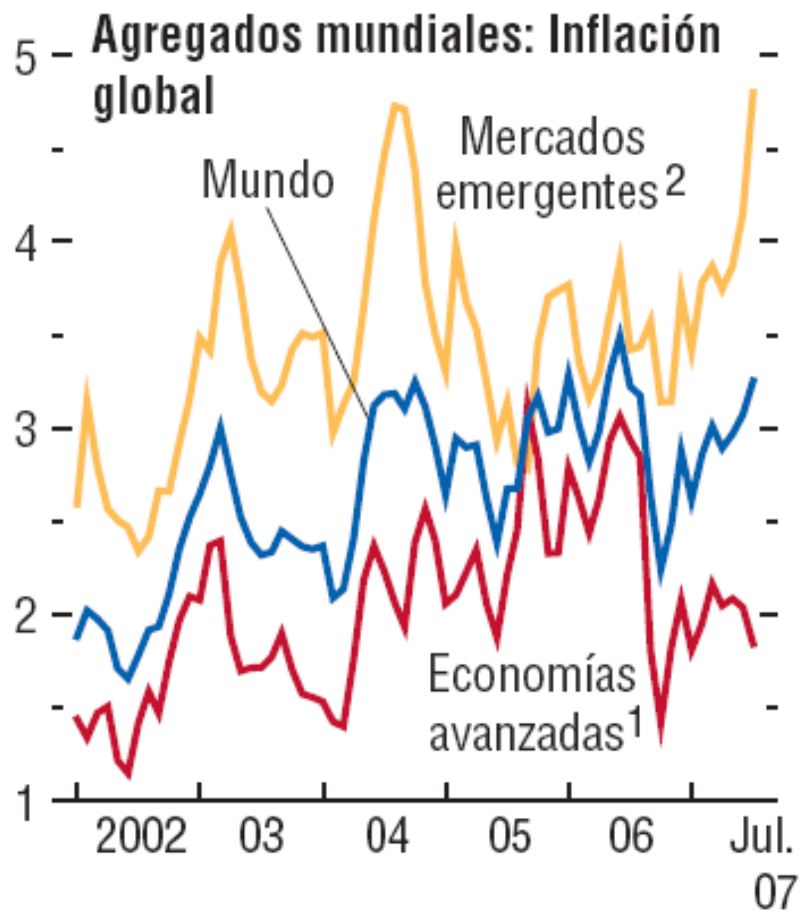
Expansión del PIB por encima de la tendencia, impulsada por países emergentes, con inflación a niveles históricamente bajos



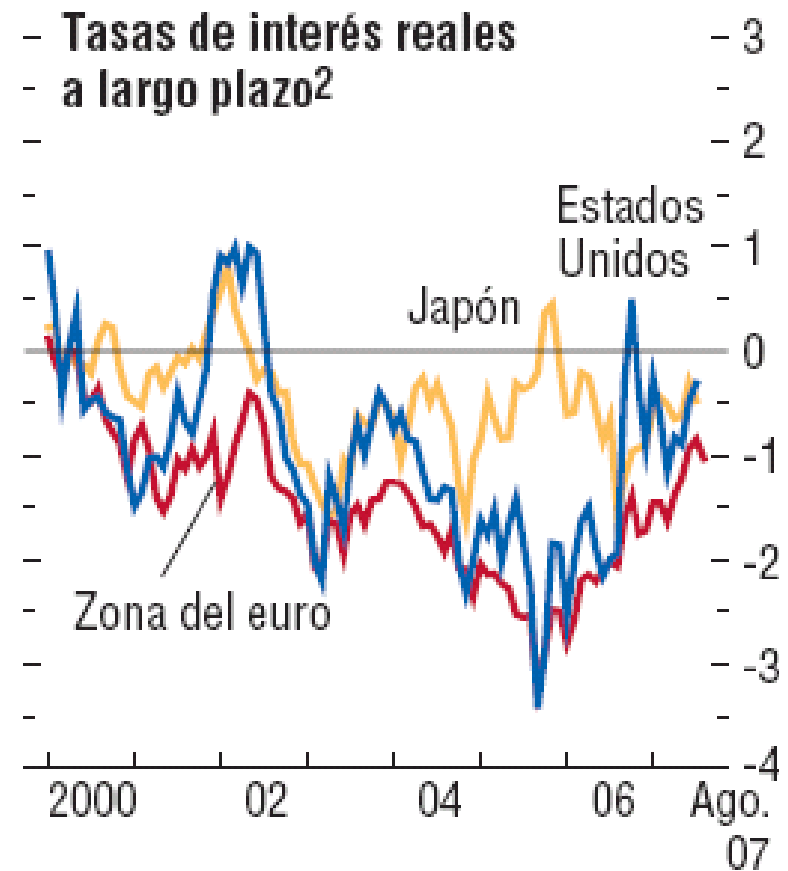
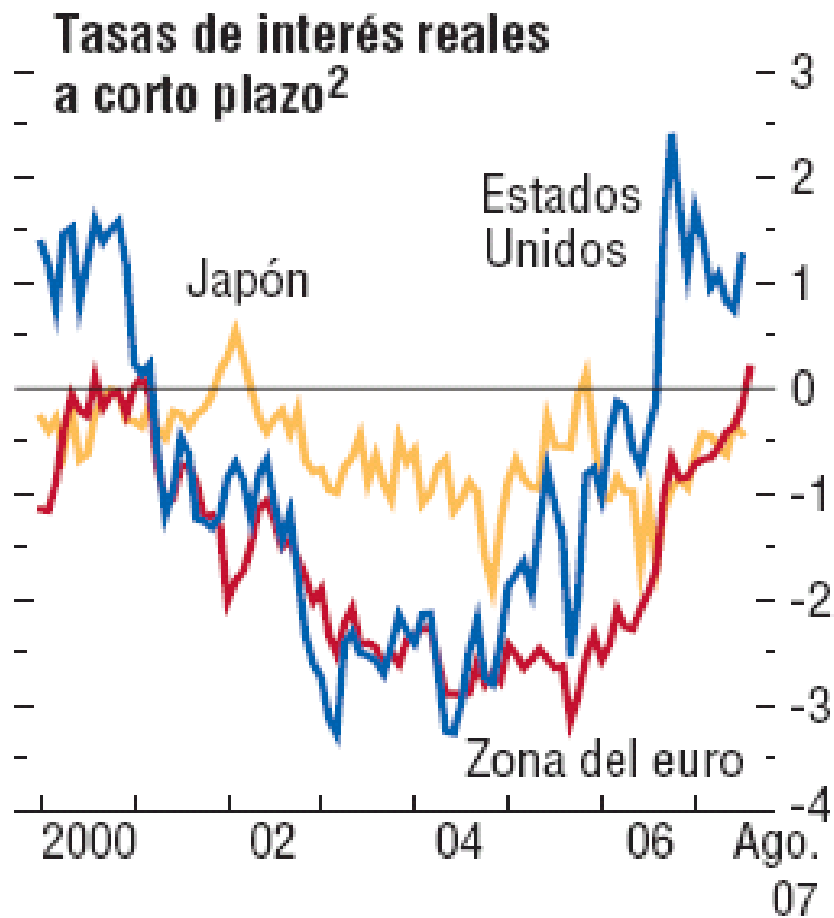
Volumen de comercio aumenta vigorosamente aunque el ritmo es más moderado



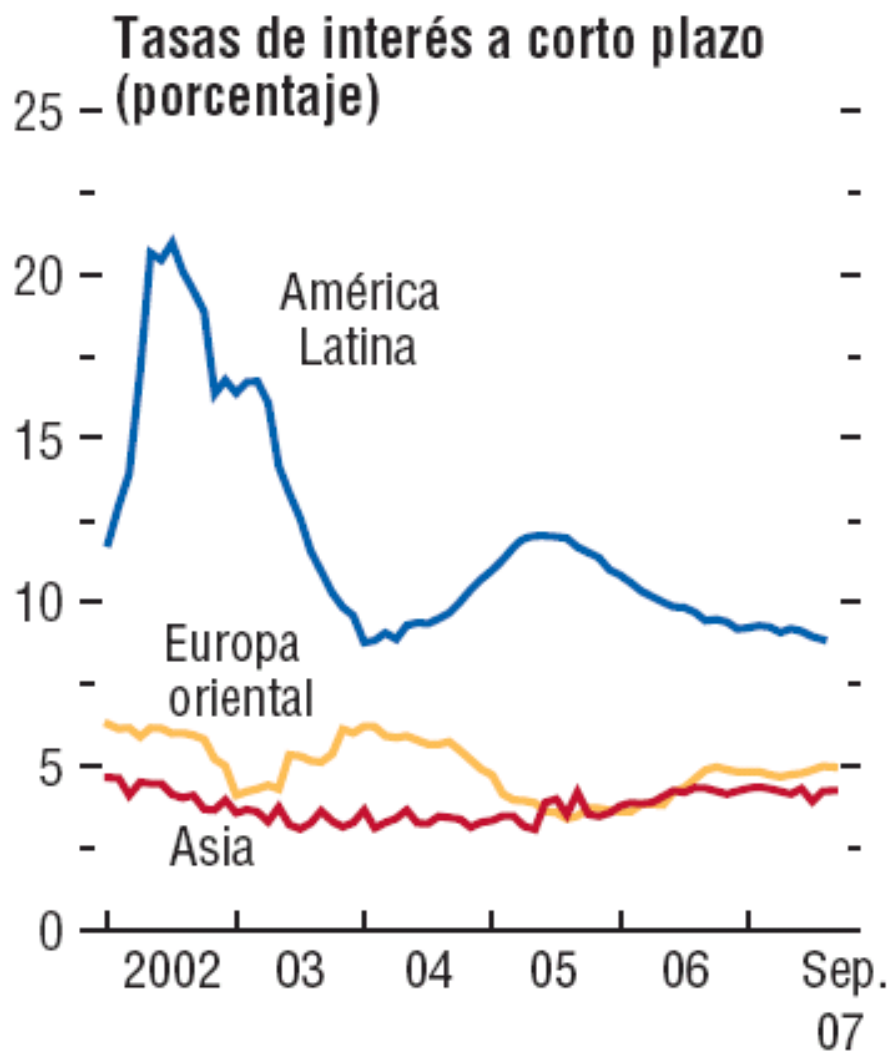
Inflación básica estable y reducida.



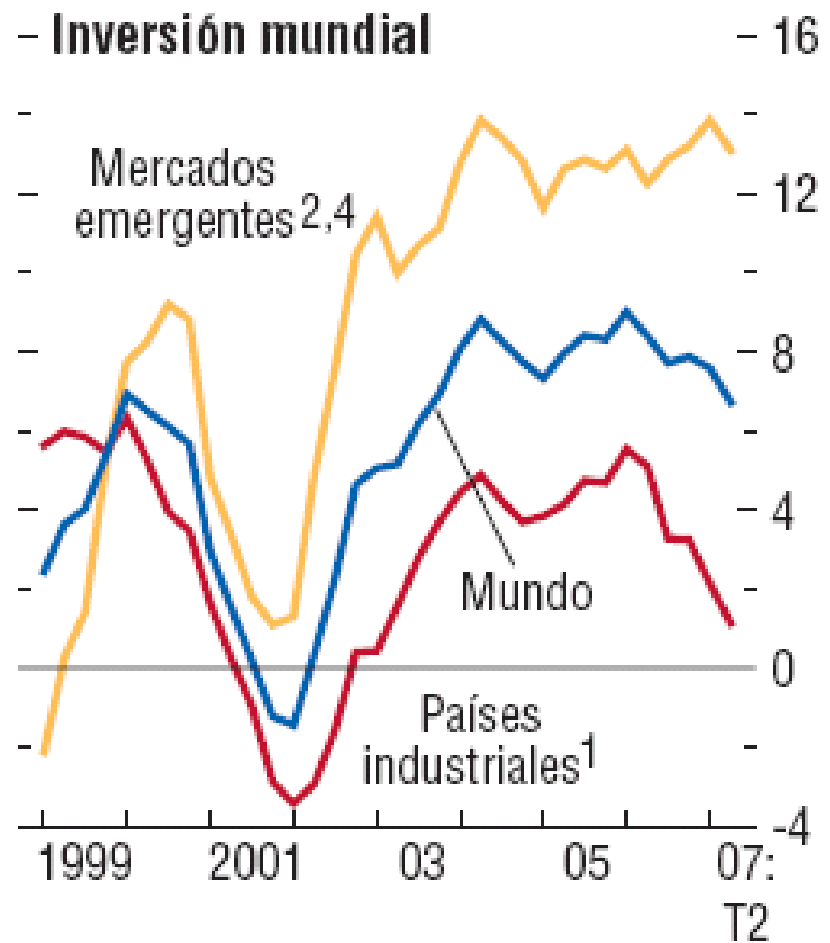
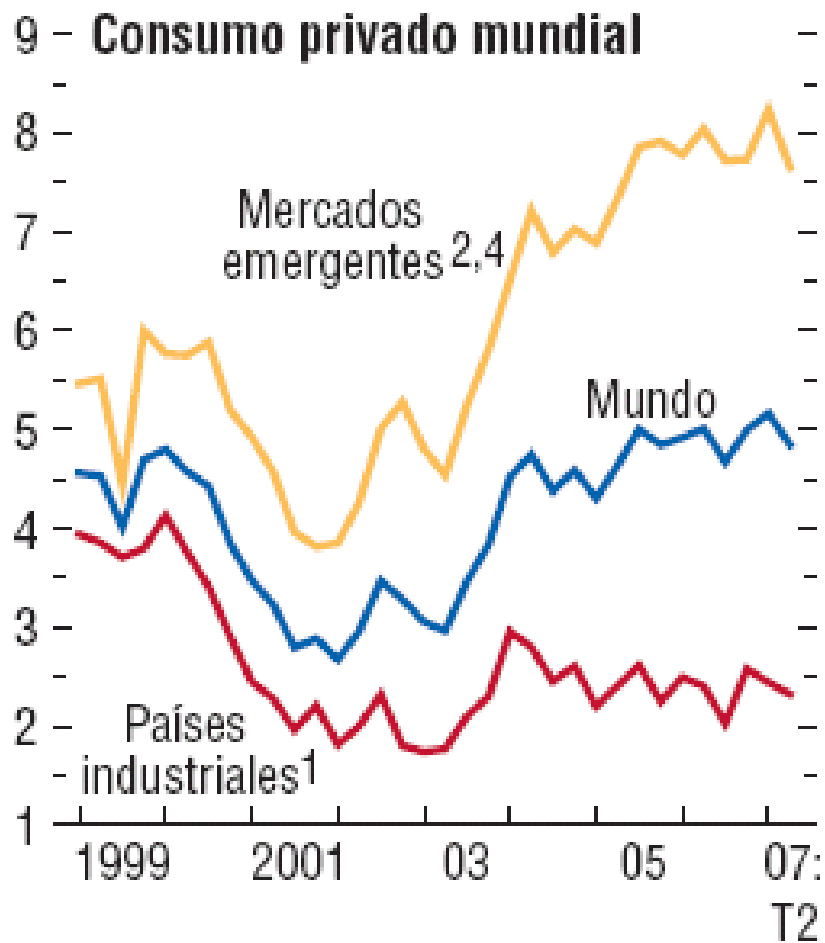
Tasa de interés en términos reales negativas



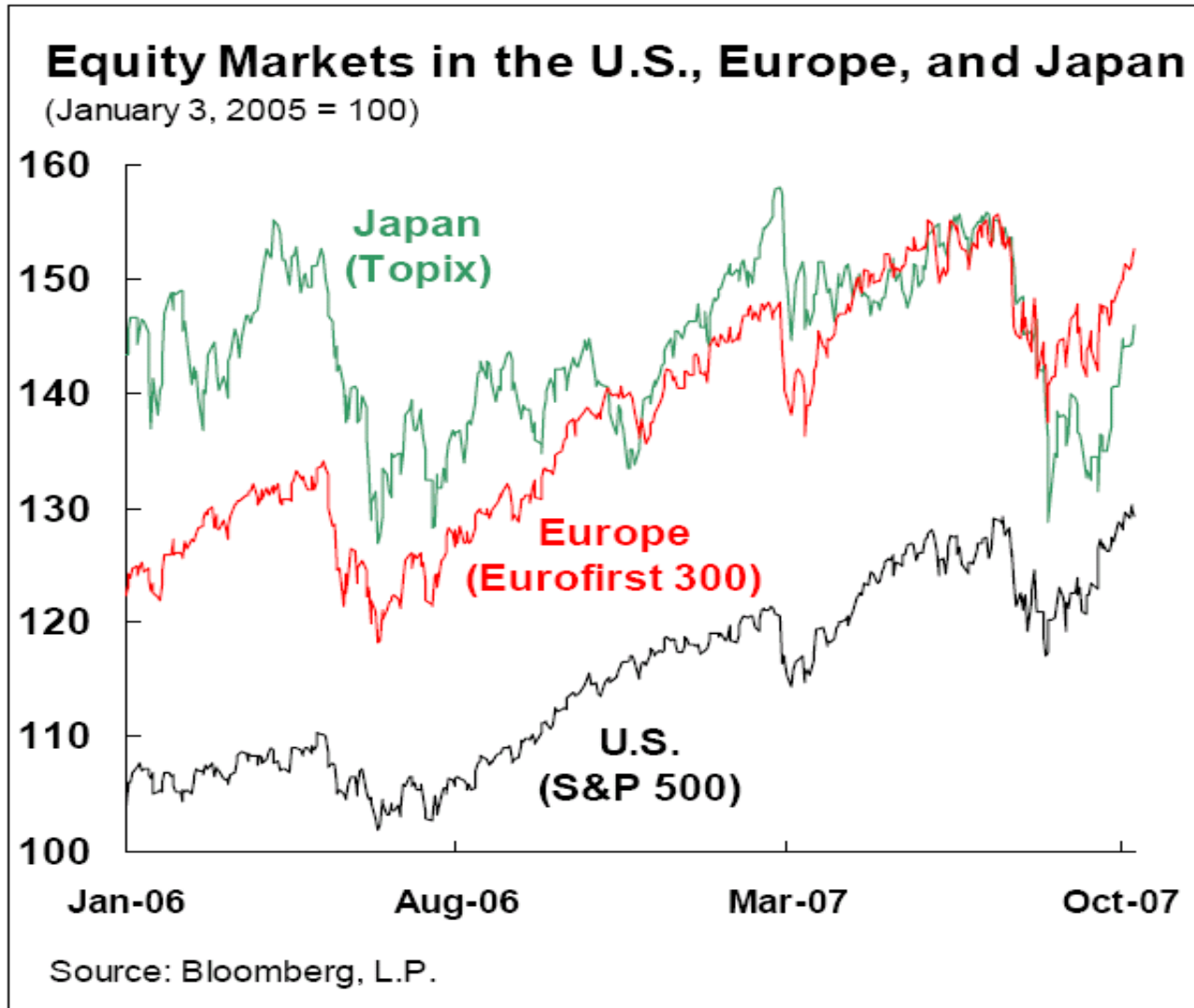
Baja tasa de interés también en A. L.,



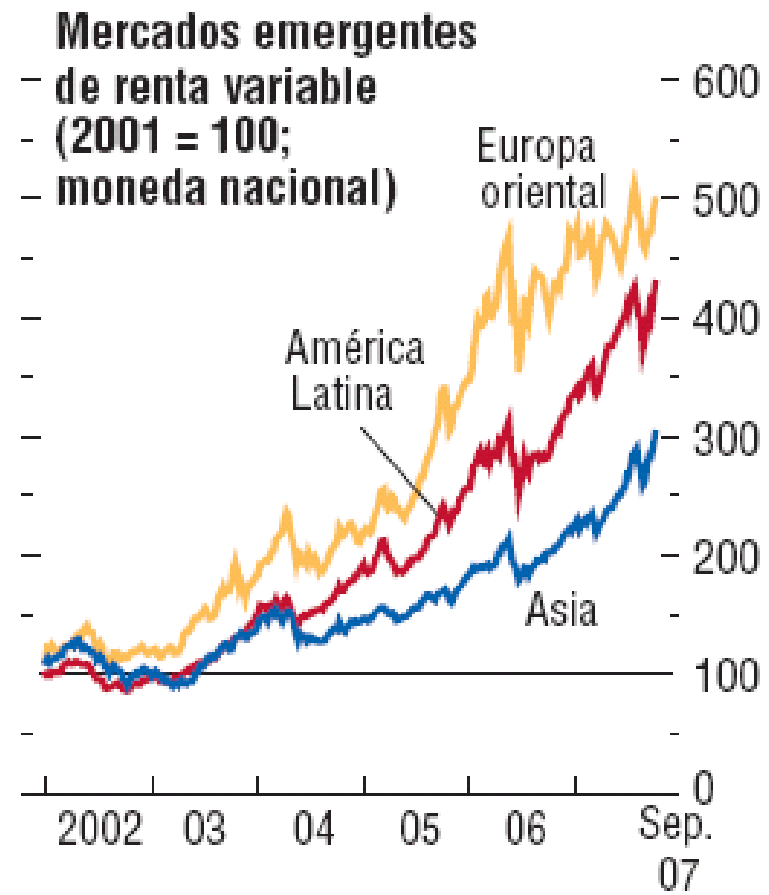
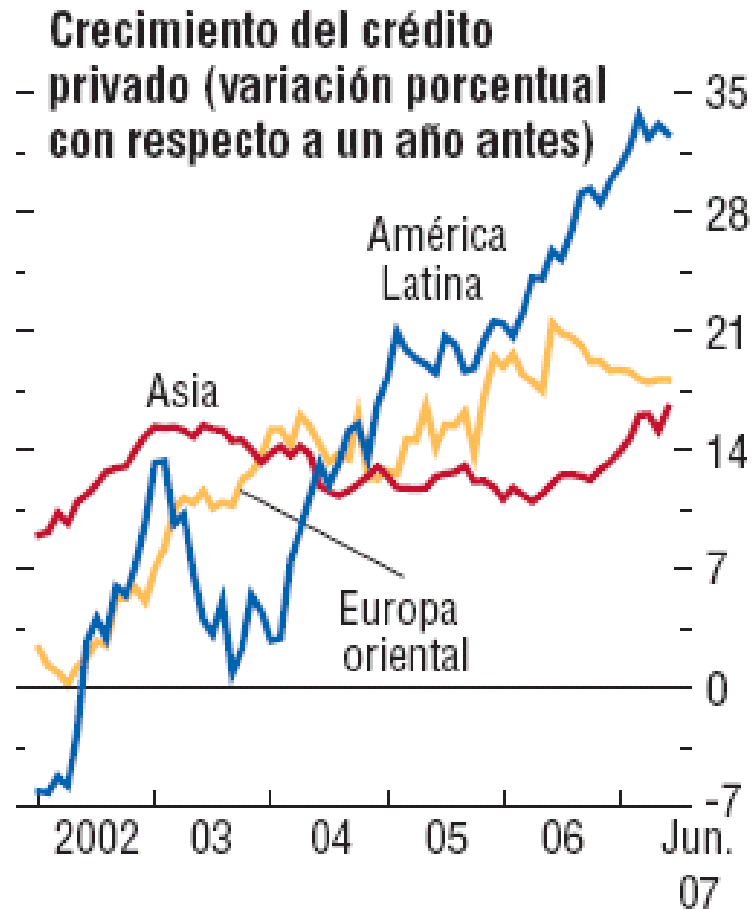
Baja tasa de interés estimuló el crecimiento de la Demanda Interna con más consumo e inversión. Alta en Emergentes



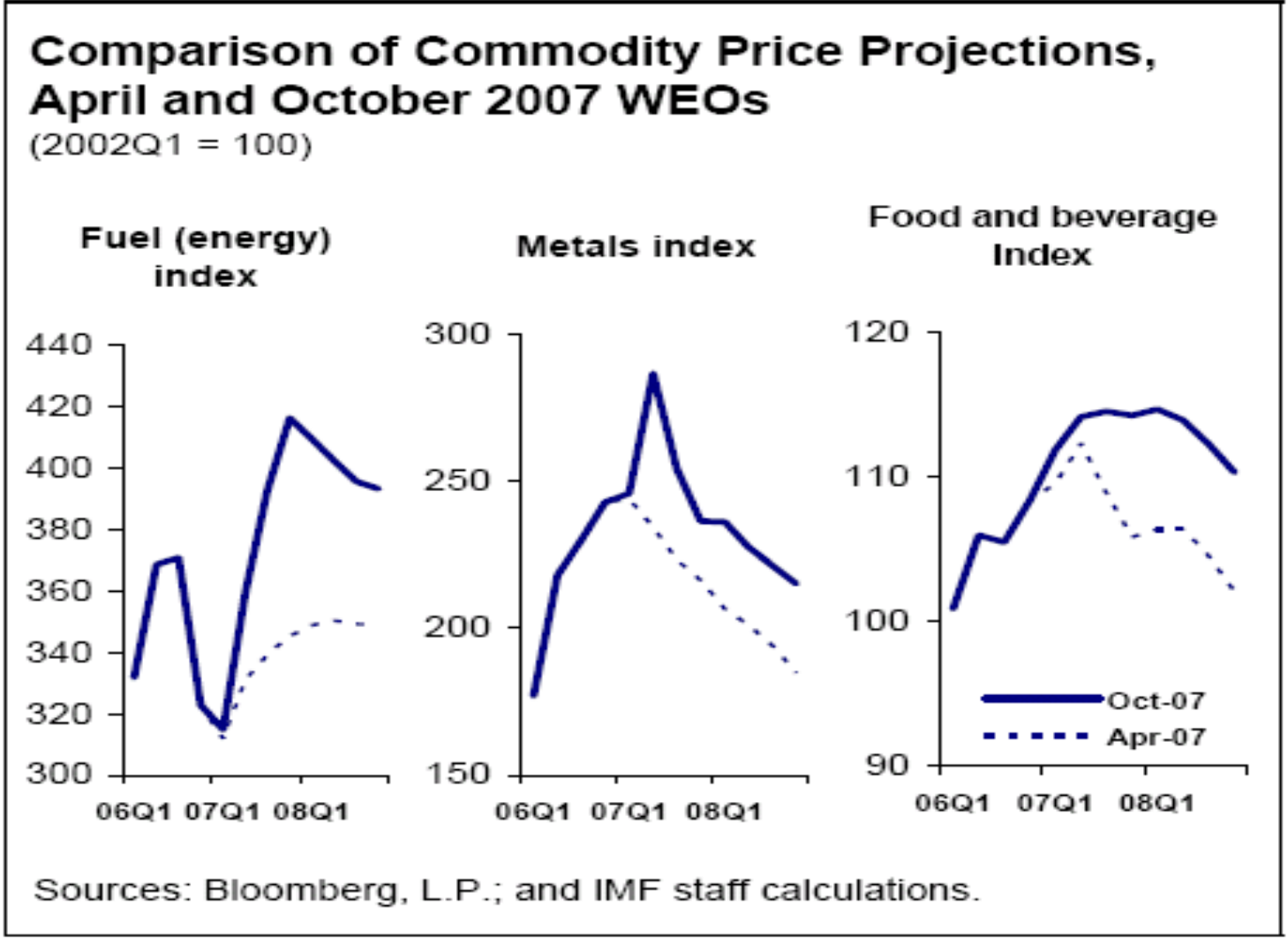
Se estimularon las Bolsa en Desarrollados



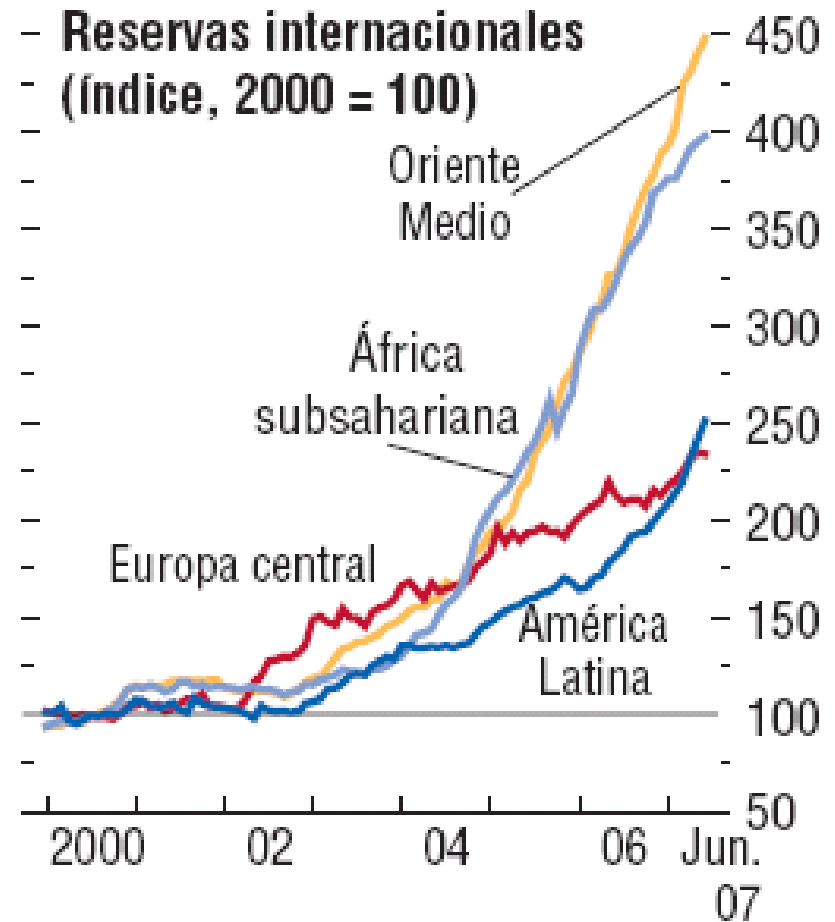
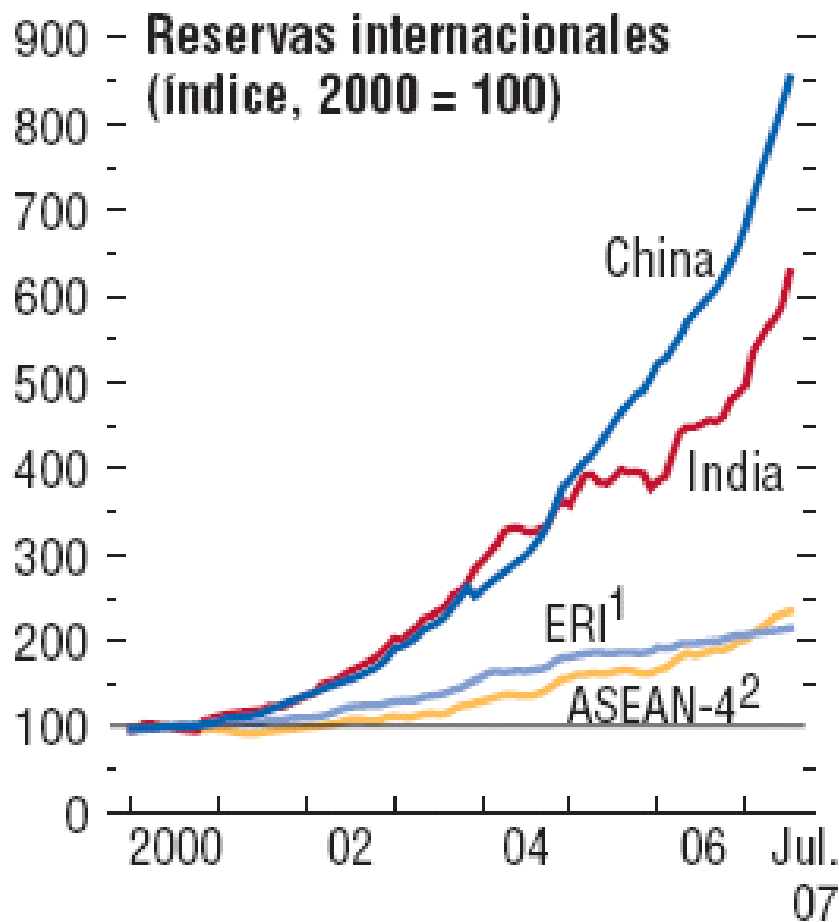
Y también en Emergentes: Bolsas y crédito estimulados



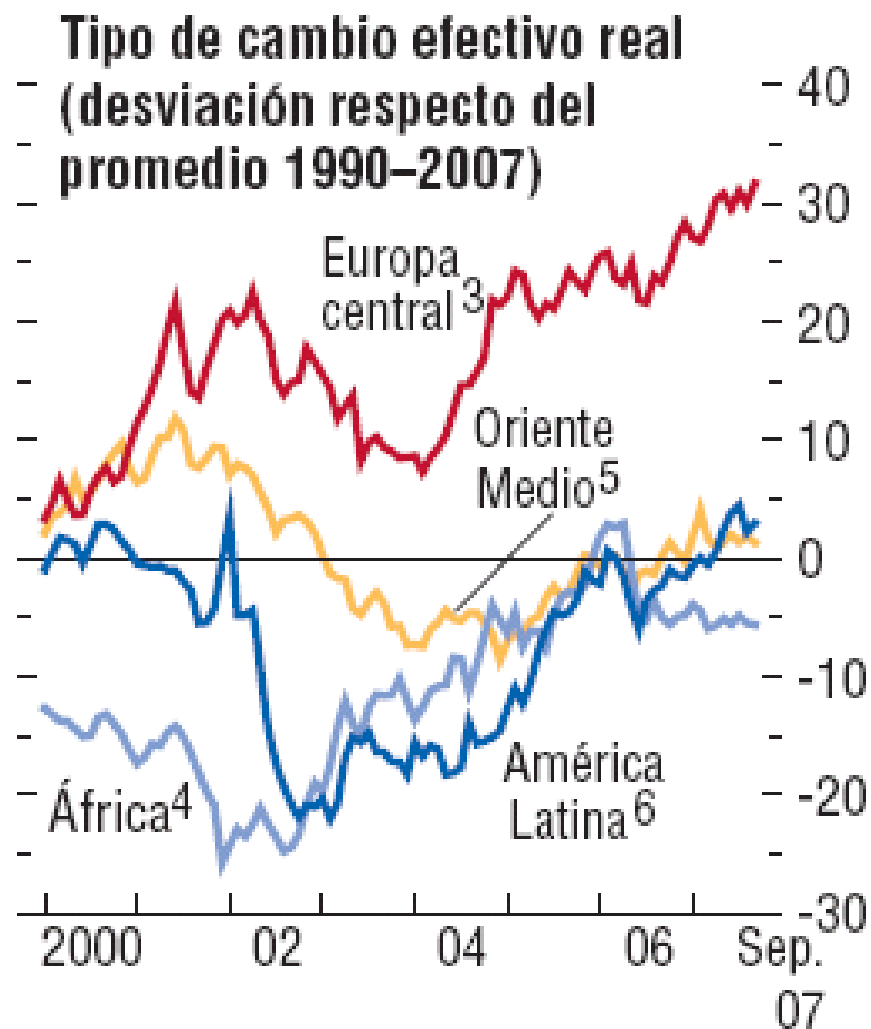
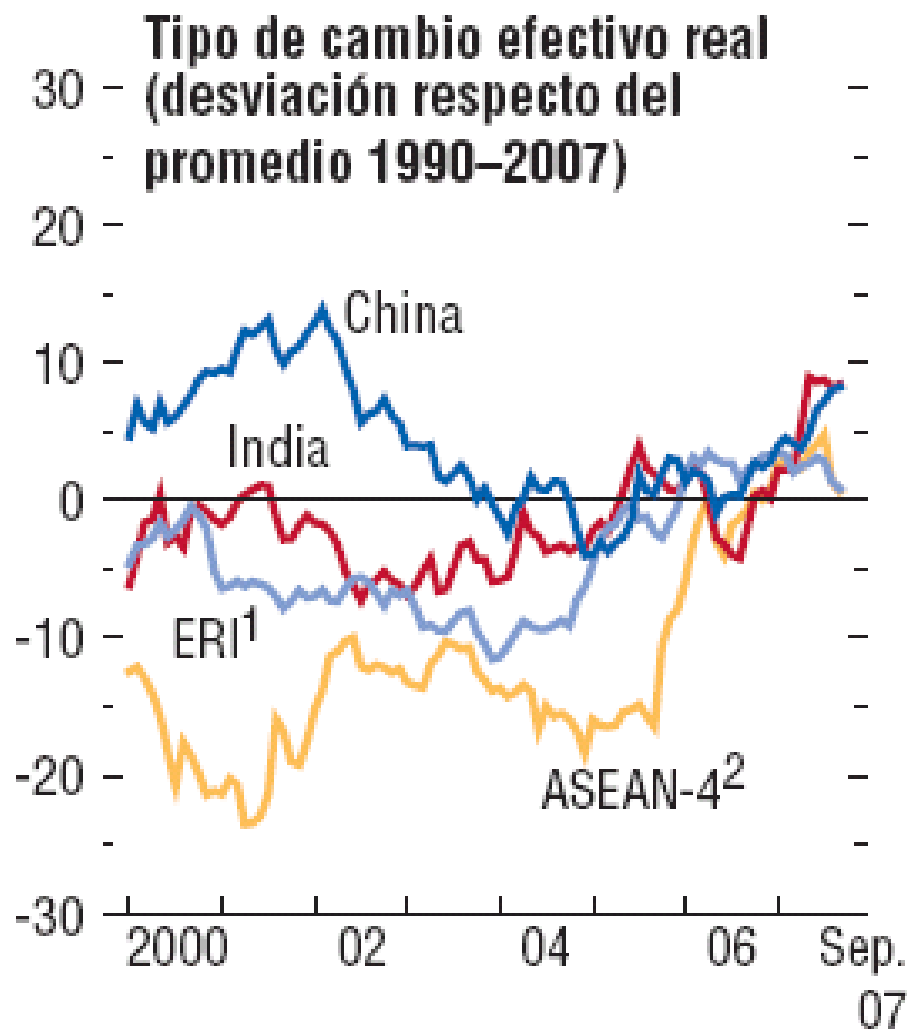
Los productos básicos suben más rápido de lo que se previó



..y países emergentes aumentaron sus reservas a niveles sin precedentes

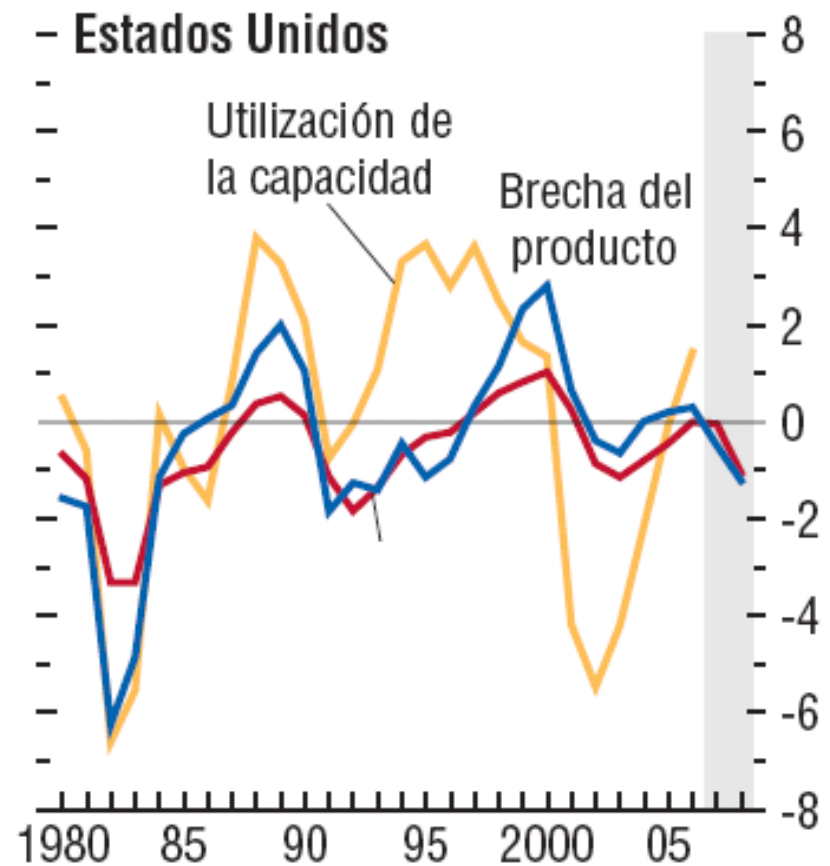
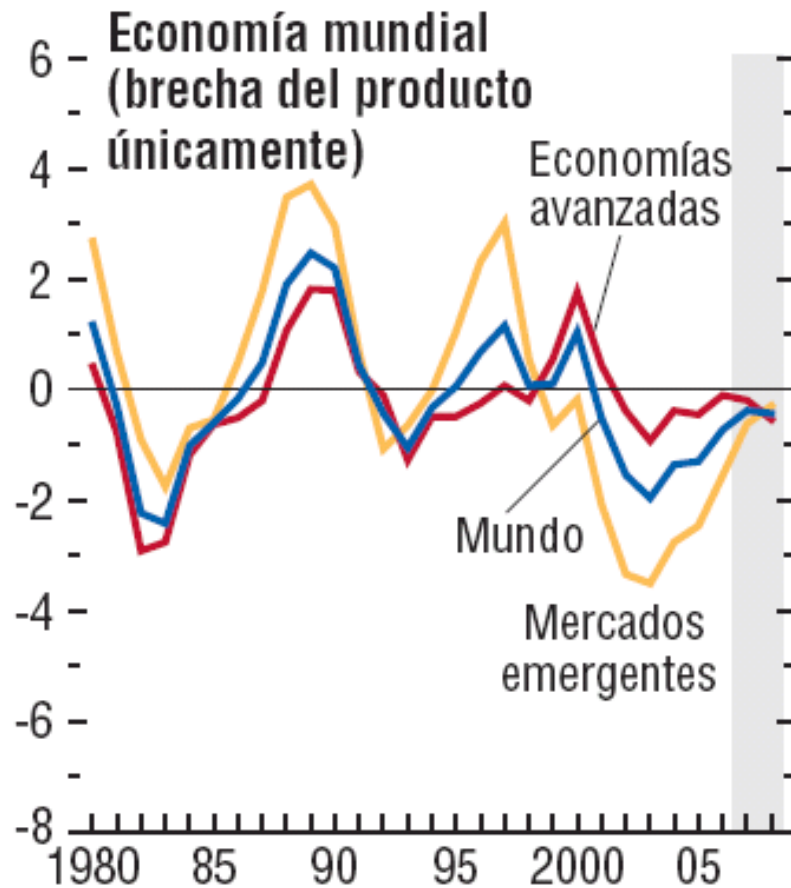


... en consecuencia revalúaron sus monedas

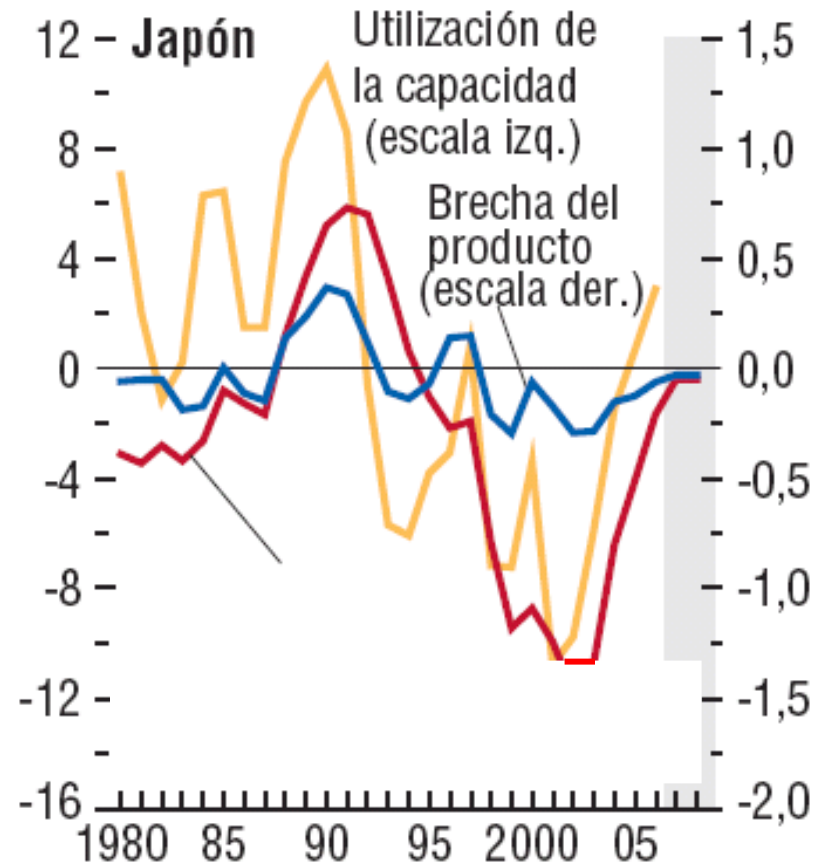
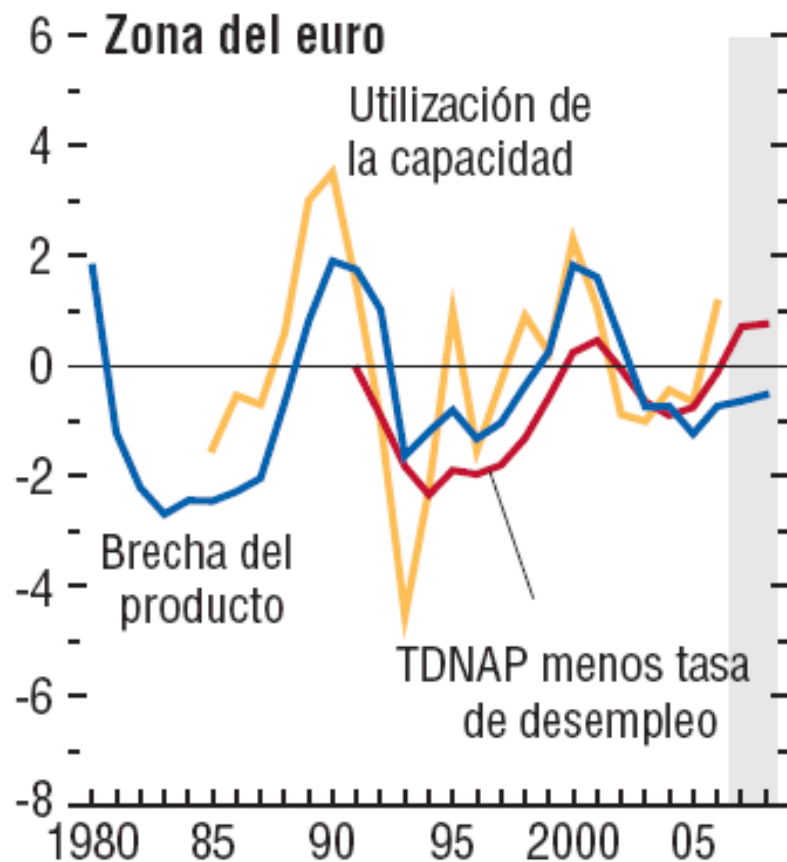


- **La Brecha del producto**

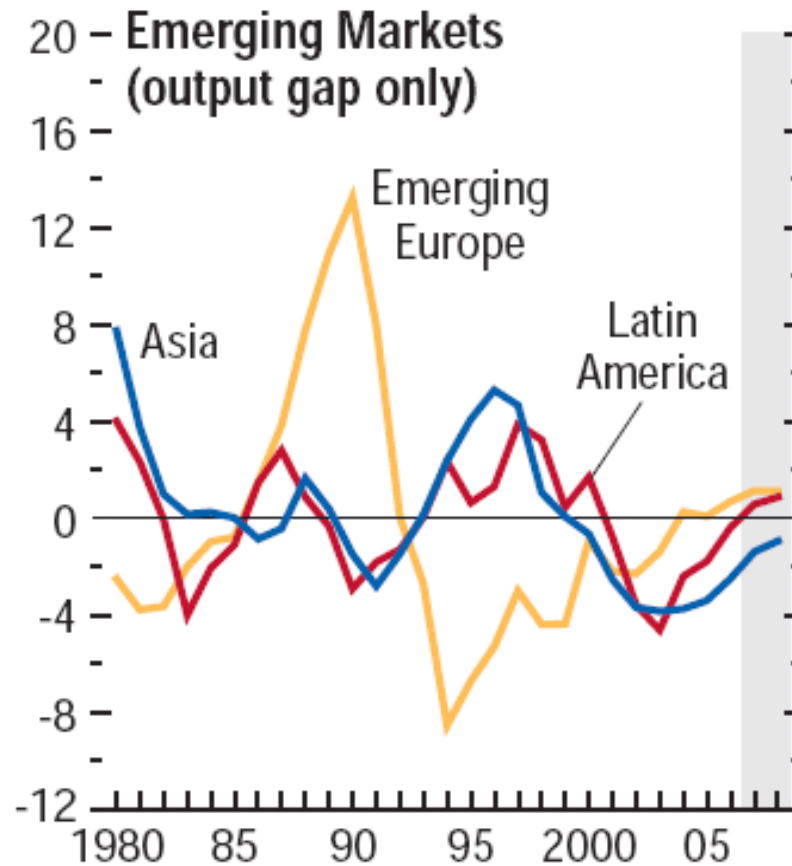
PIB potencial vs utilización de capacidad instalada se ha reducido en el mundo..



..... lo que aumenta presión a la inflación

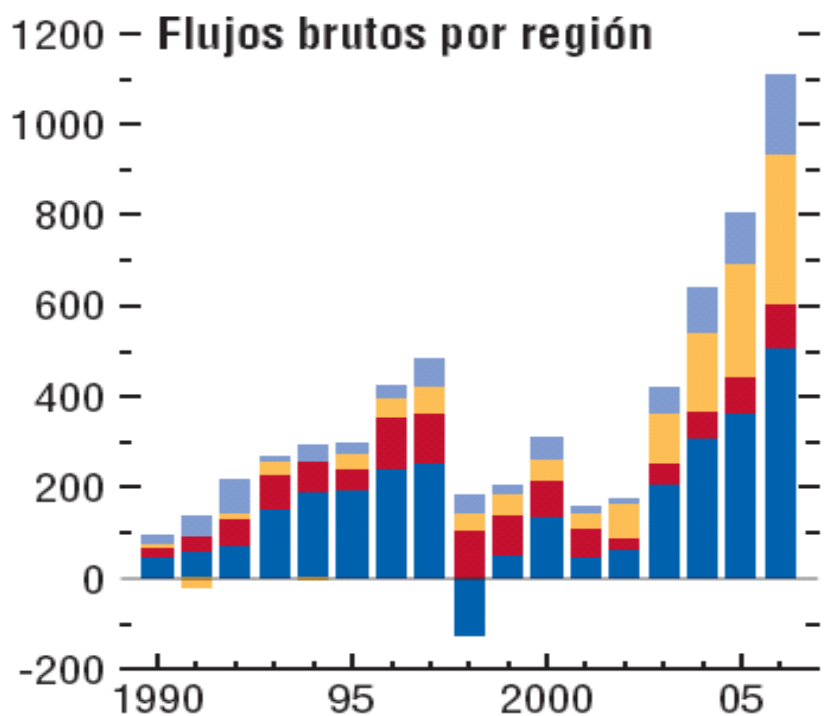


y en A. L. también.



- **Los flujos de capitales**

Flujos de capital privado hacia emergentes con rápido aumento en los años recientes

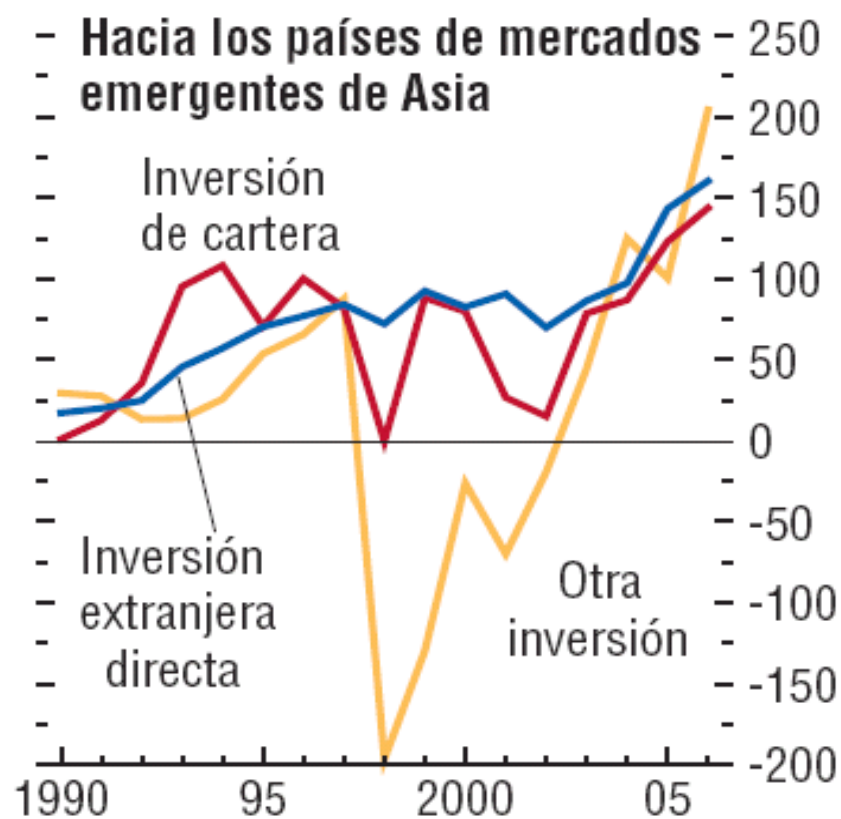
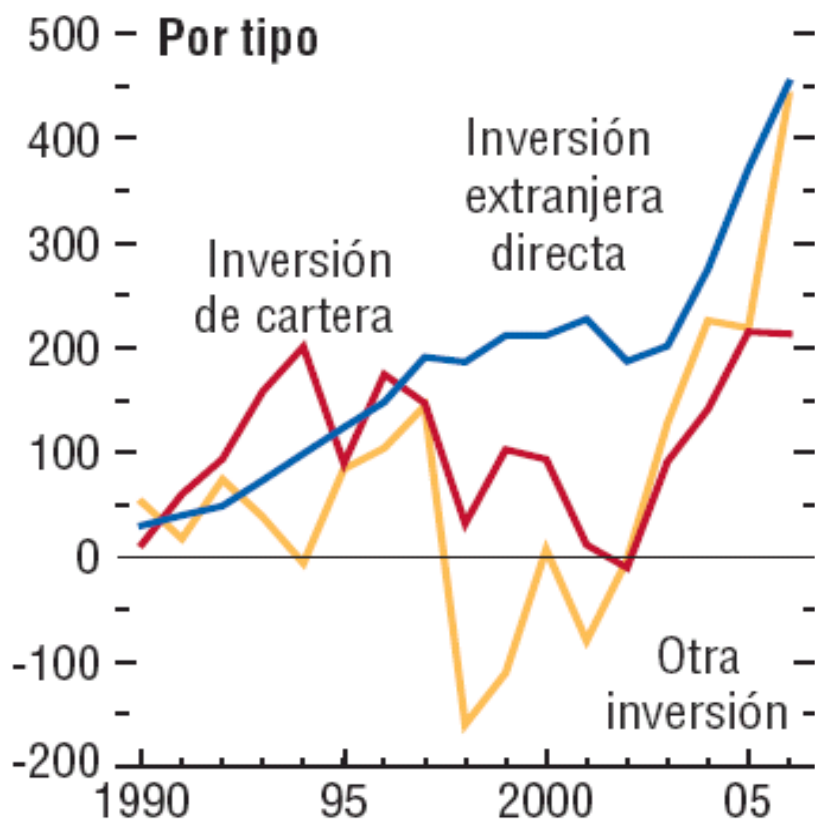


Miles de millones de USA \$

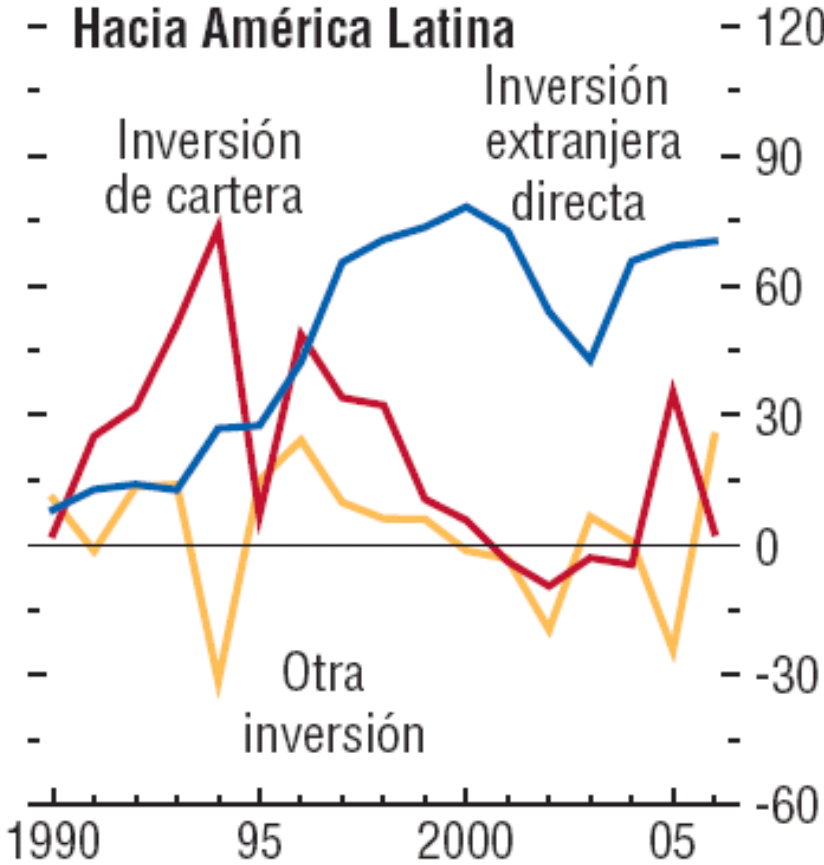
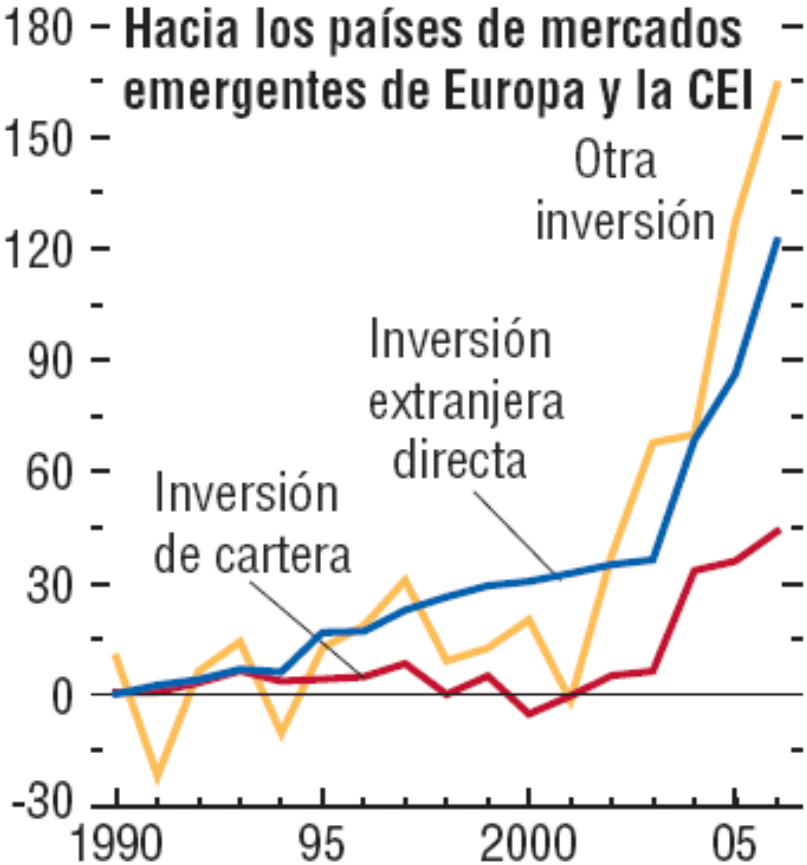
**No mucho
para América
latina.**

Tanto en inversión directa (IED) como en flujos de cartera

Flujos brutos

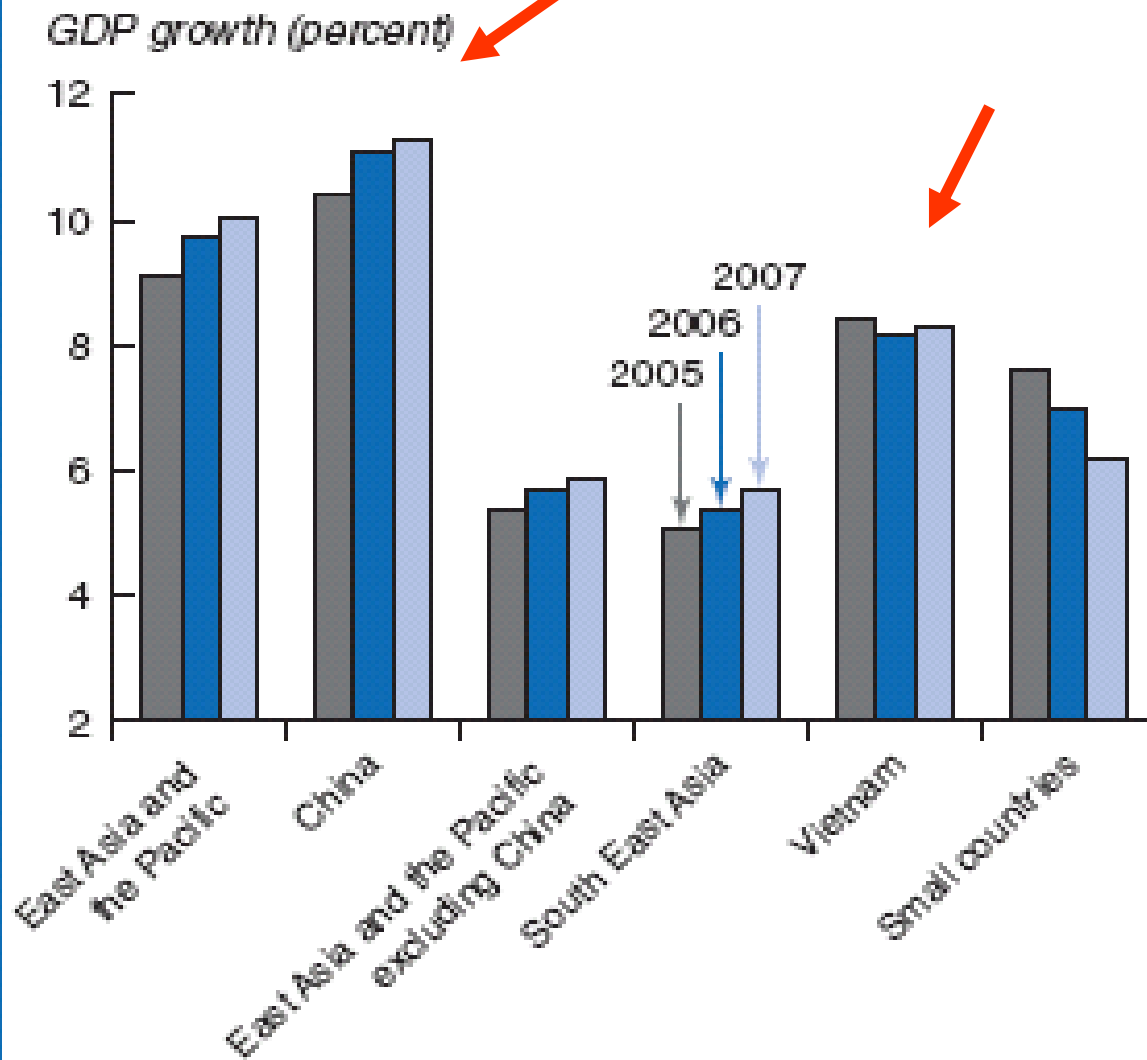


En América latina el monto está concentrado en IED



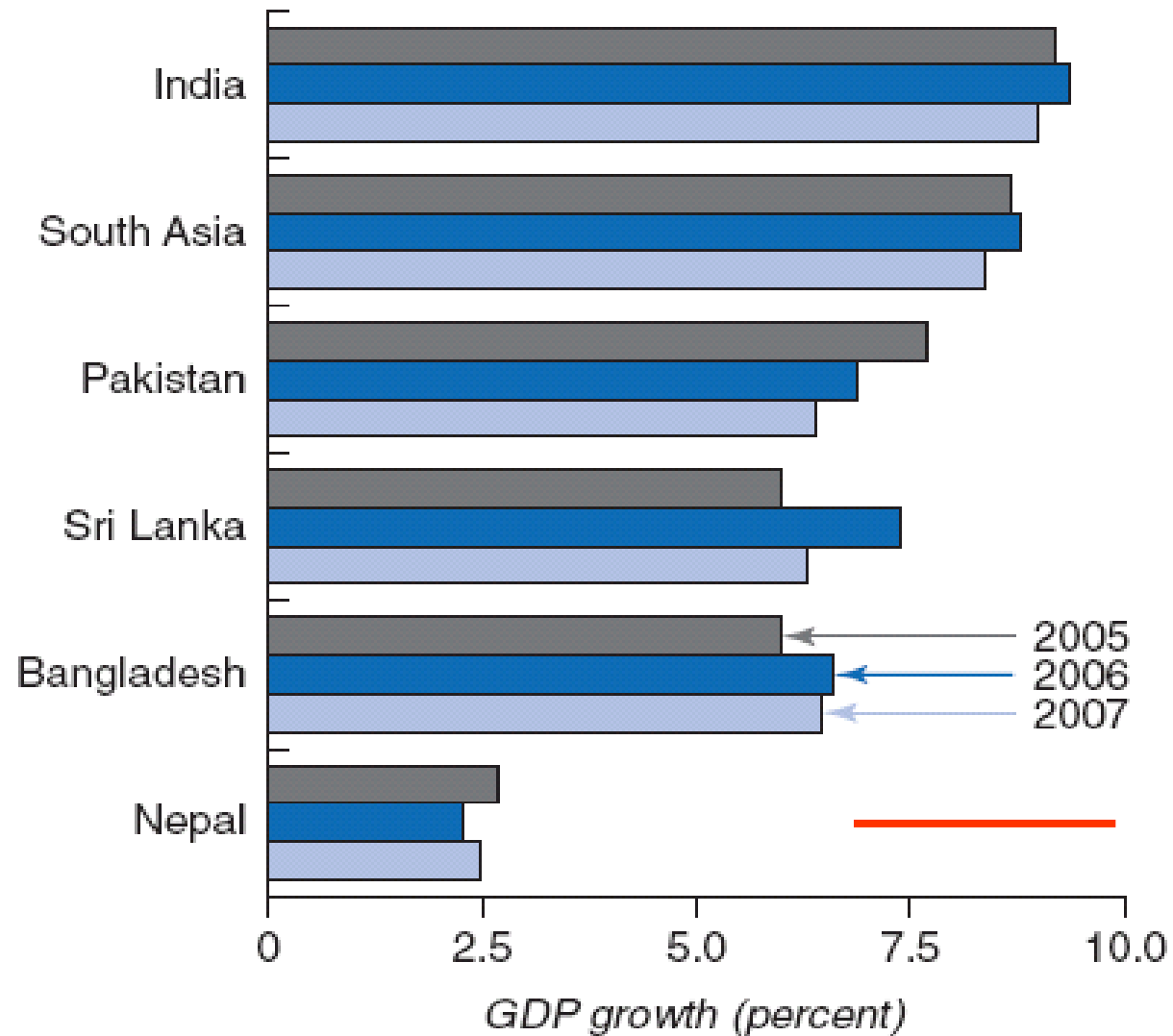
- **Evolución Regional Positiva**

Figure A1 East Asian growth moves up in 2007



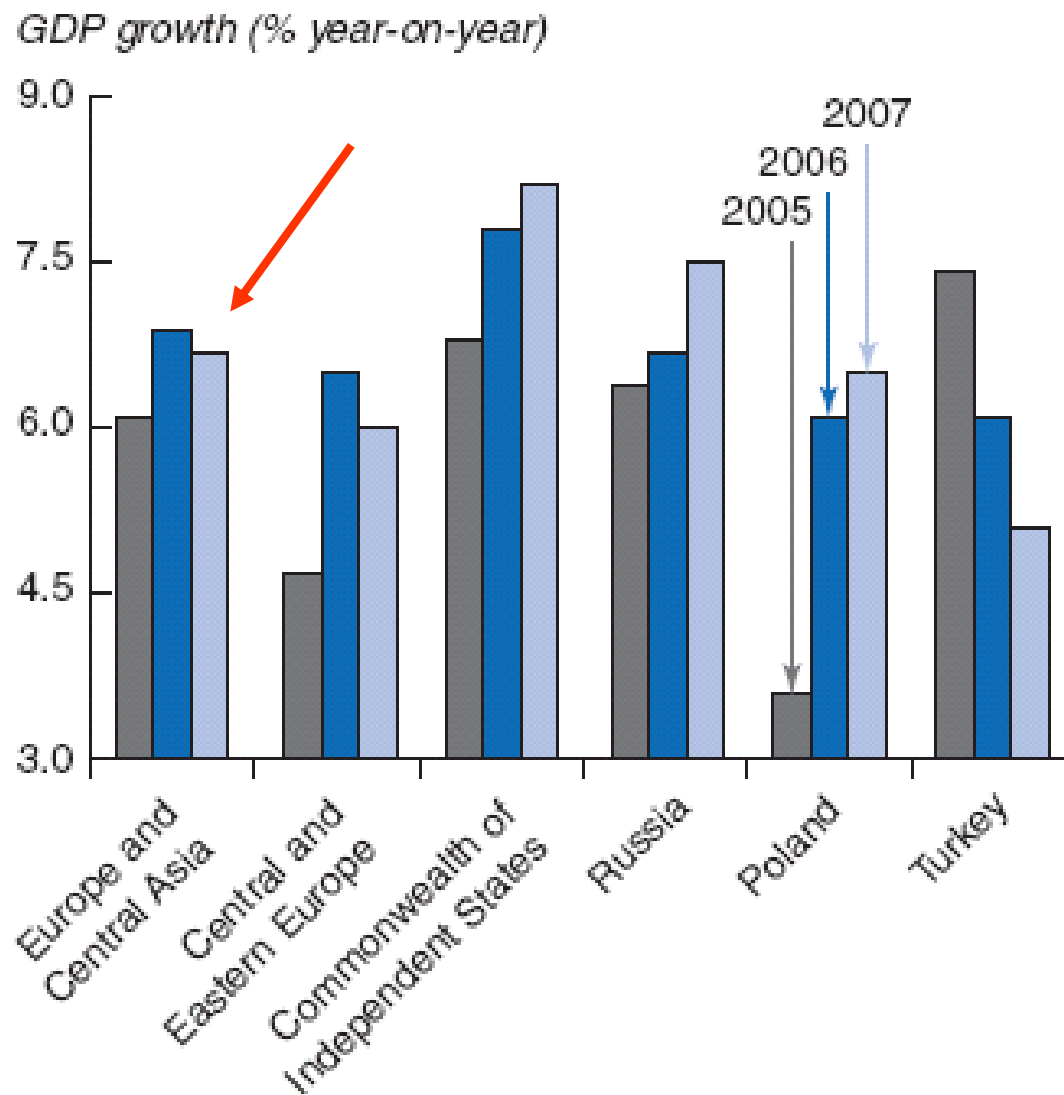
Sources: World Bank and national agencies.

Figure A19 South Asian economies ease into 2007



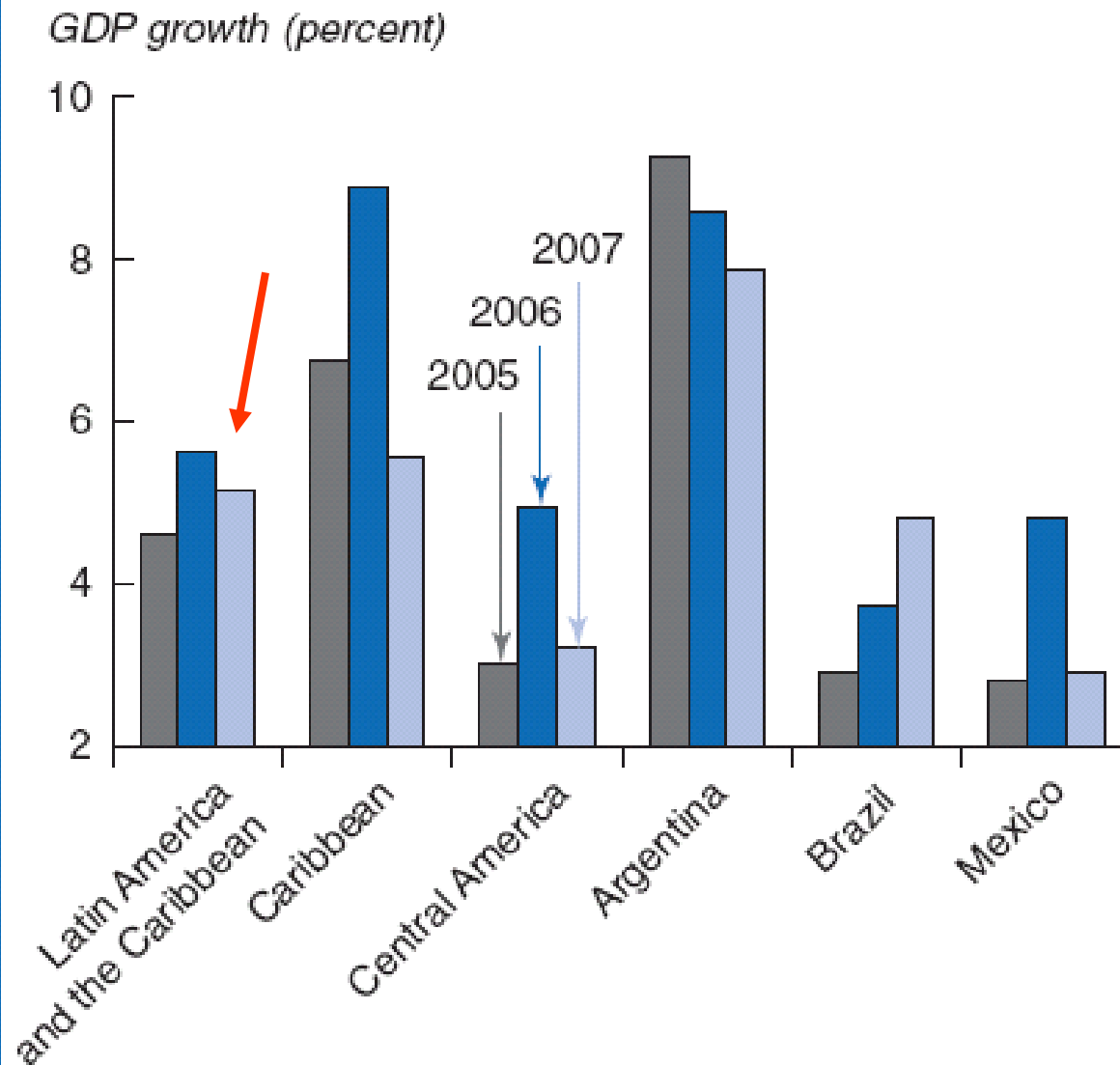
Sources: World Bank and national agencies.

Figure A4 Mixed growth outturns across Europe and Central Asia



Sources: World Bank and national agencies.

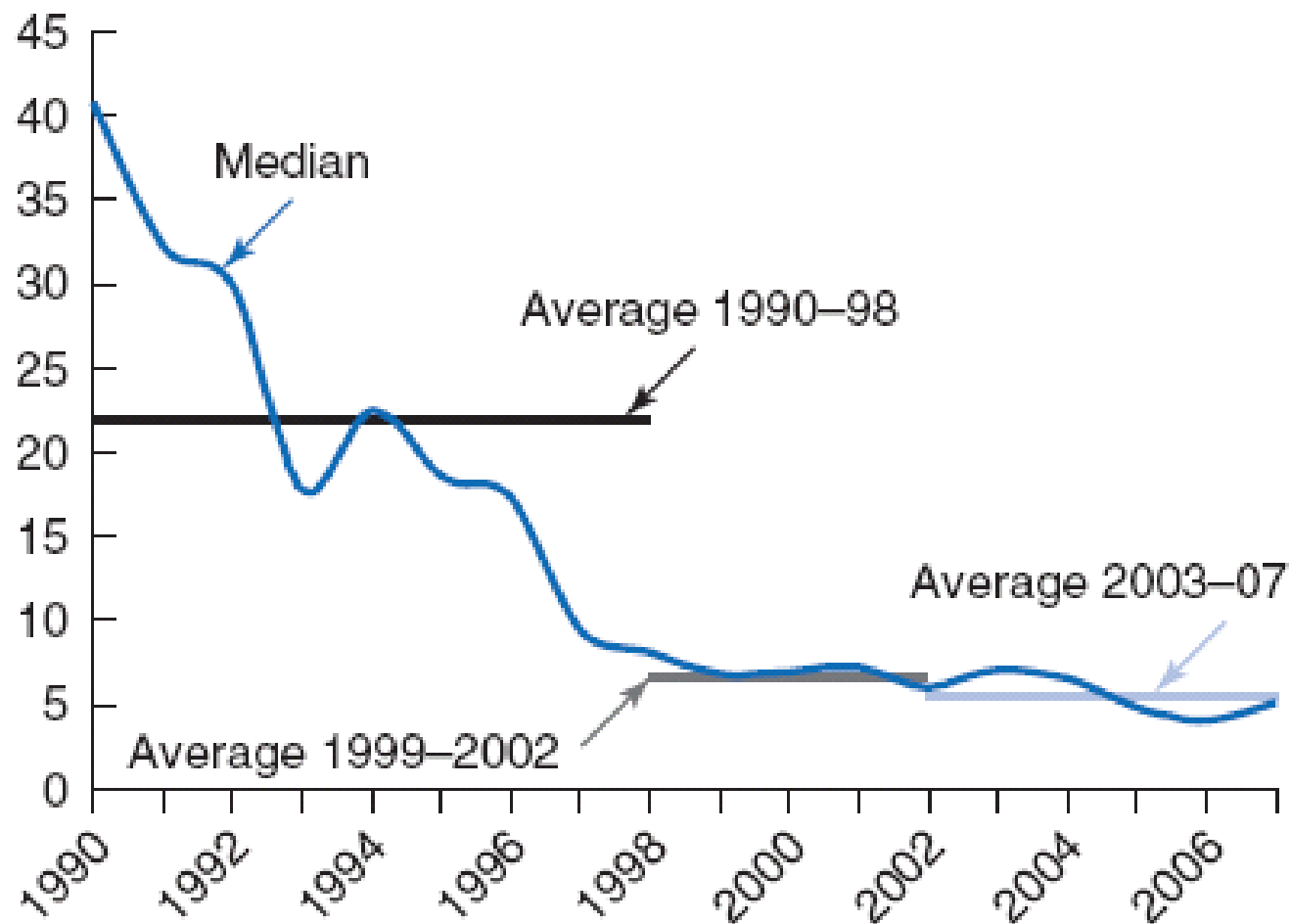
Figure A7 Growth outturns were mixed across Latin America in 2007



Sources: World Bank and national agencies.

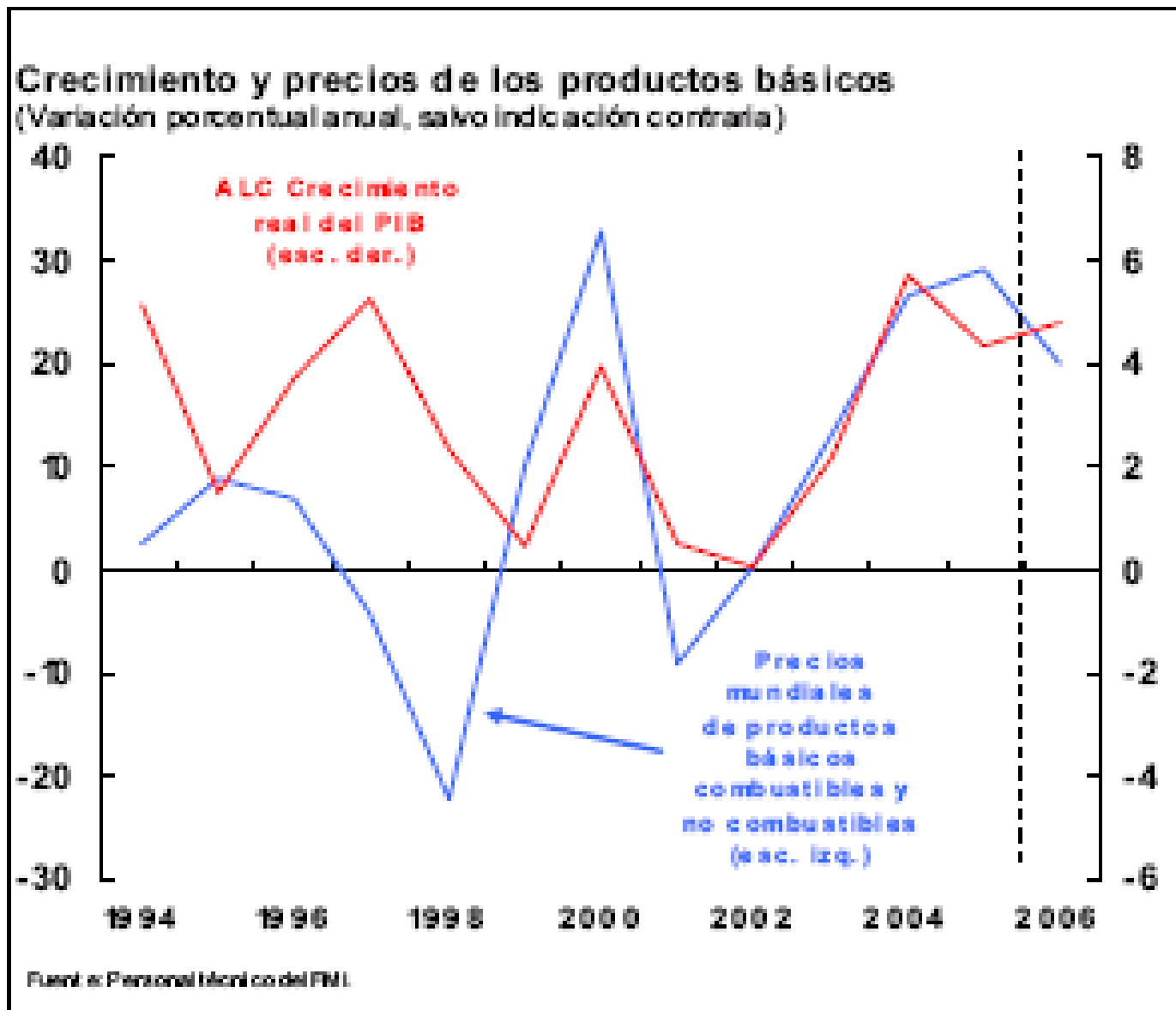
Figure A8 Latin American inflation eases over the last 15 years

Median consumer price inflation in the seven largest Latin American countries (percent change)

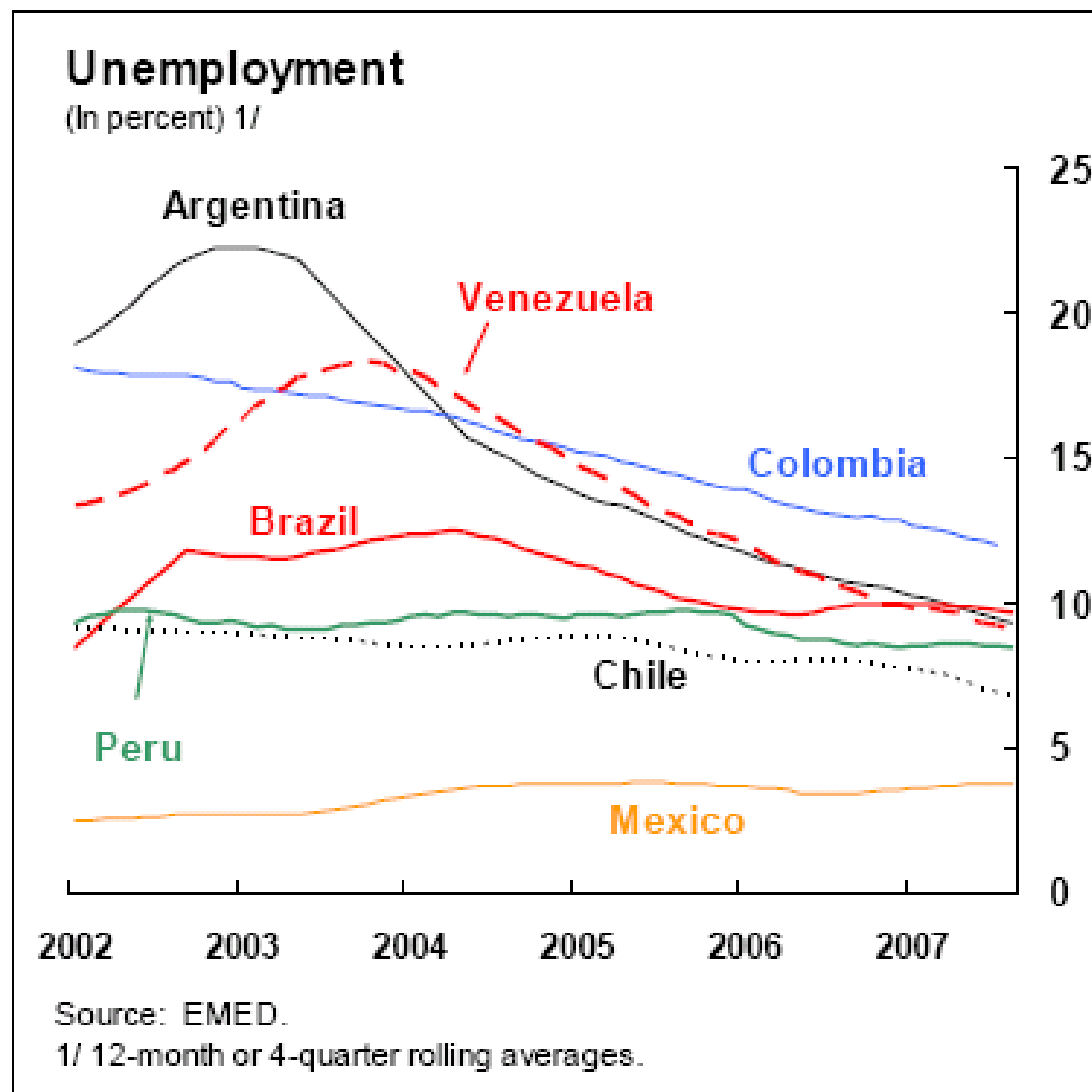


Source: World Bank.

PIB y productos básicos en A.L.



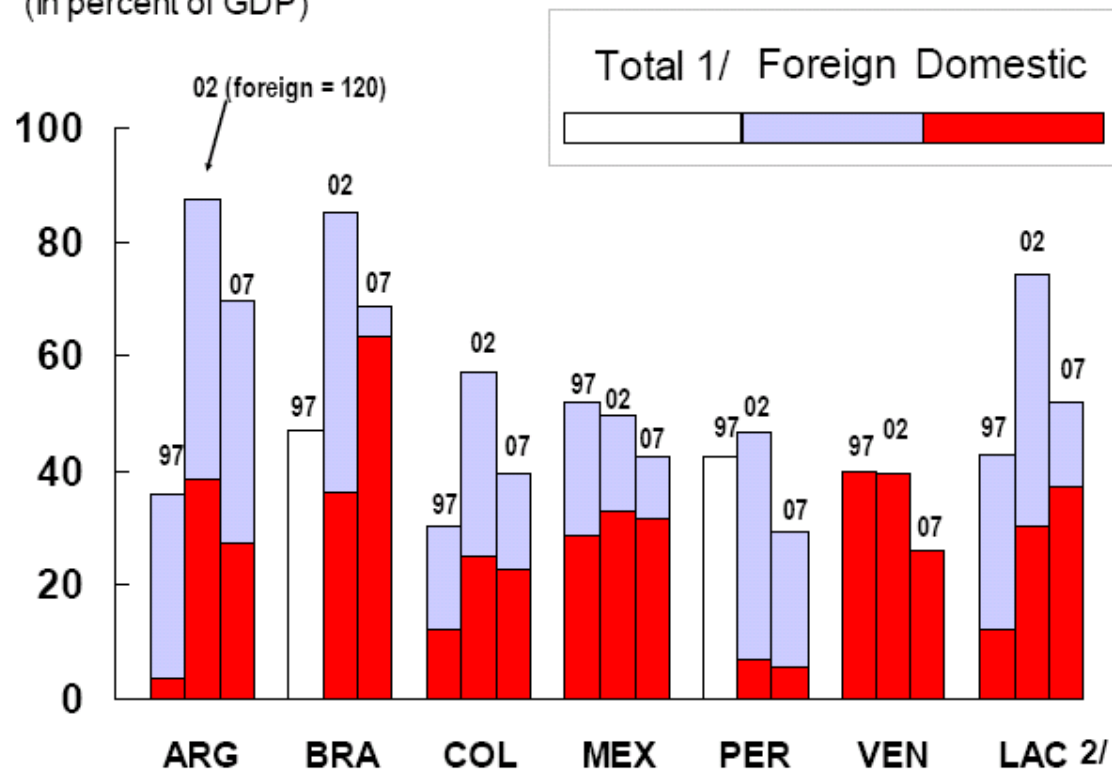
El desempleo se reduce pero parece estancarse en 10%



La deuda Pública se reduce, pero sigue alta

Public Debt: Domestic- and Foreign-Currency-Denominated

(In percent of GDP)



Source: IMF staff estimates.

1/ Total public debt used when breakdown by type of currency not available.

2/ Weighted averages for 17 countries, where available.

En resumen:

- Crecimiento sostenido alto, especialmente en emergentes.
- Volumen de comercio vigoroso y amplia liquidez.
- La brecha del producto permitió baja inflación, pero se agota.
- Reducidas tasas de interés incentivaron crédito, Bolsas, el consumo y la inversión.
- Precios buenos para productos básico y alta inversión extranjera, aumentaron reservas de divisas de los países emergentes y reevaluación de sus monedas.

- **Problemas desde mediados de 2007**

Problema con mercado de vivienda y se desacelera el crédito

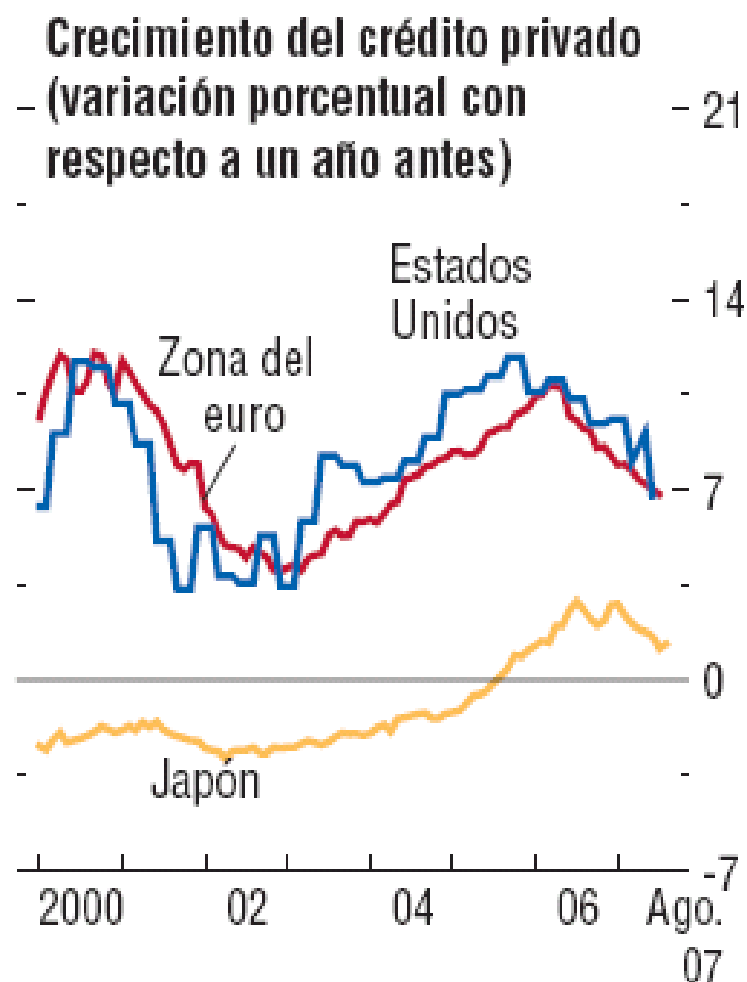
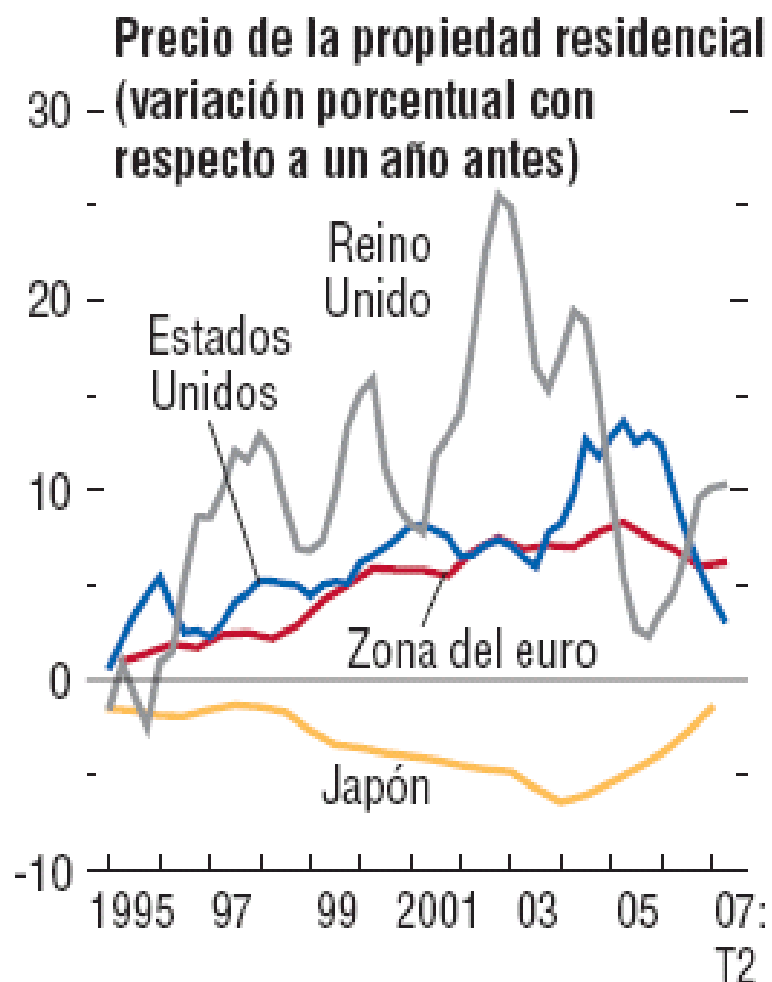
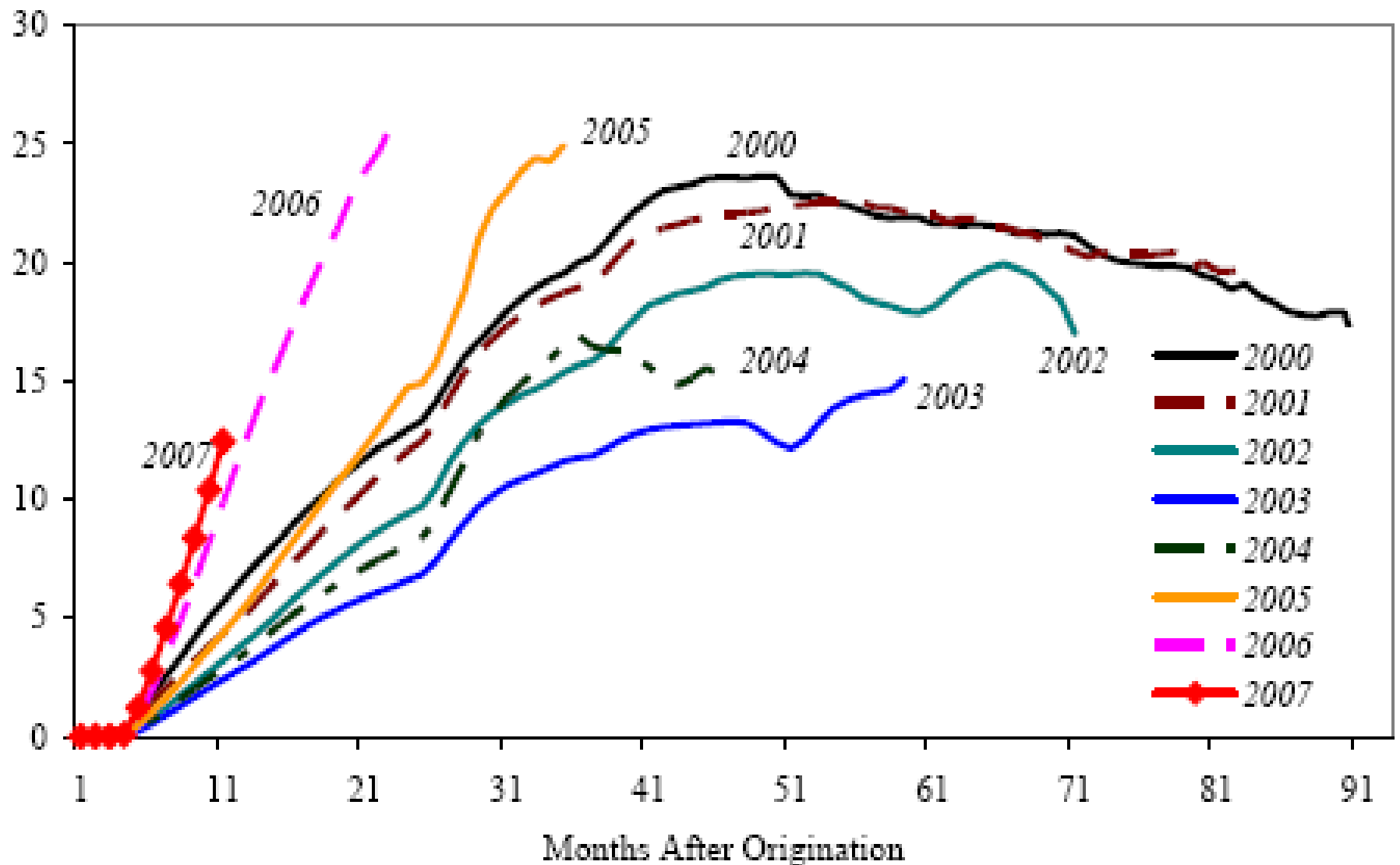


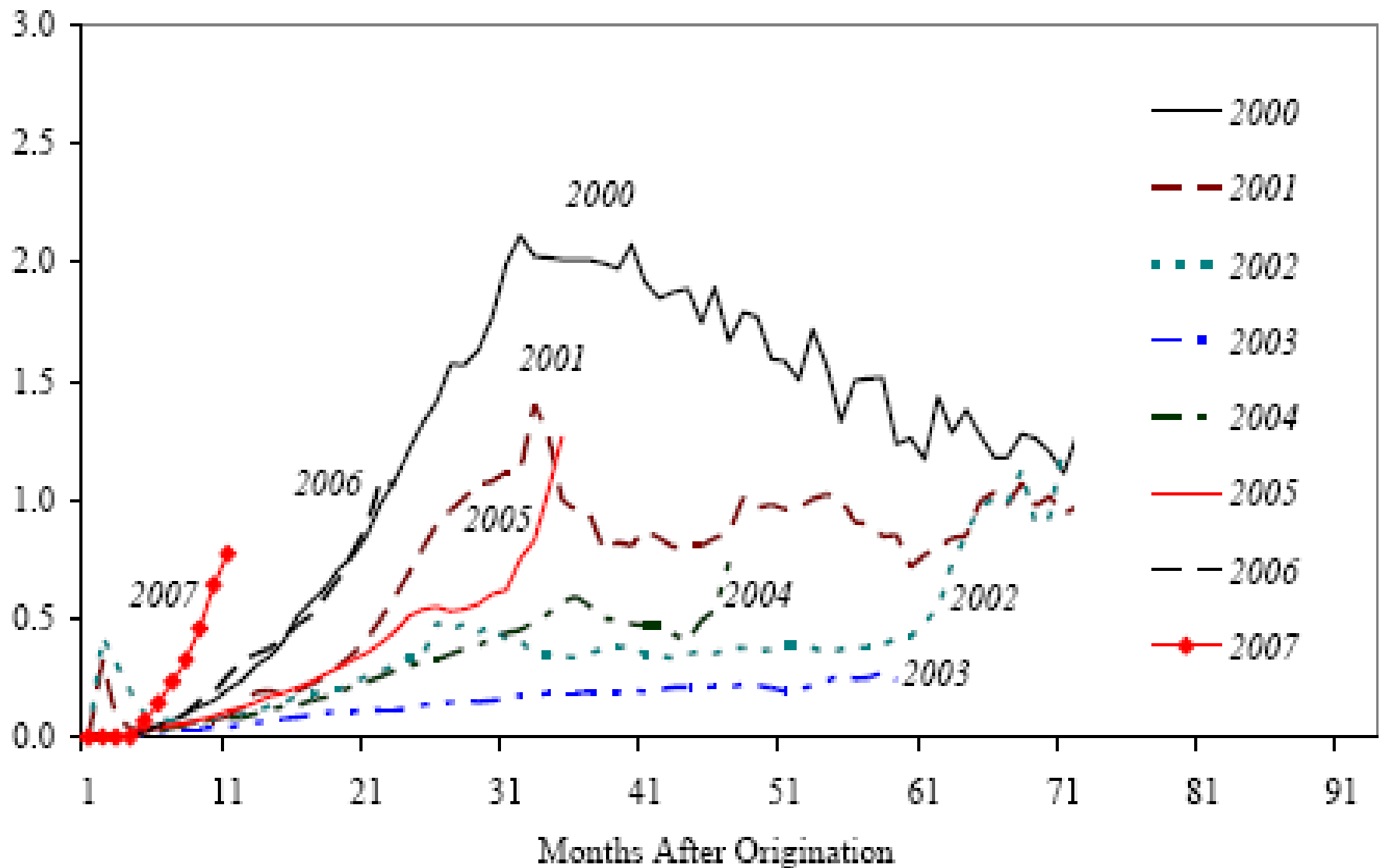
Figure 2. Subprime 60-Day Delinquencies by Mortgage Vintage Year
(In percent of original balance)



Sources: Merrill Lynch; and LoanPerformance.

Figure 4. Prime 60-Day Delinquencies by Mortgage Vintage Year

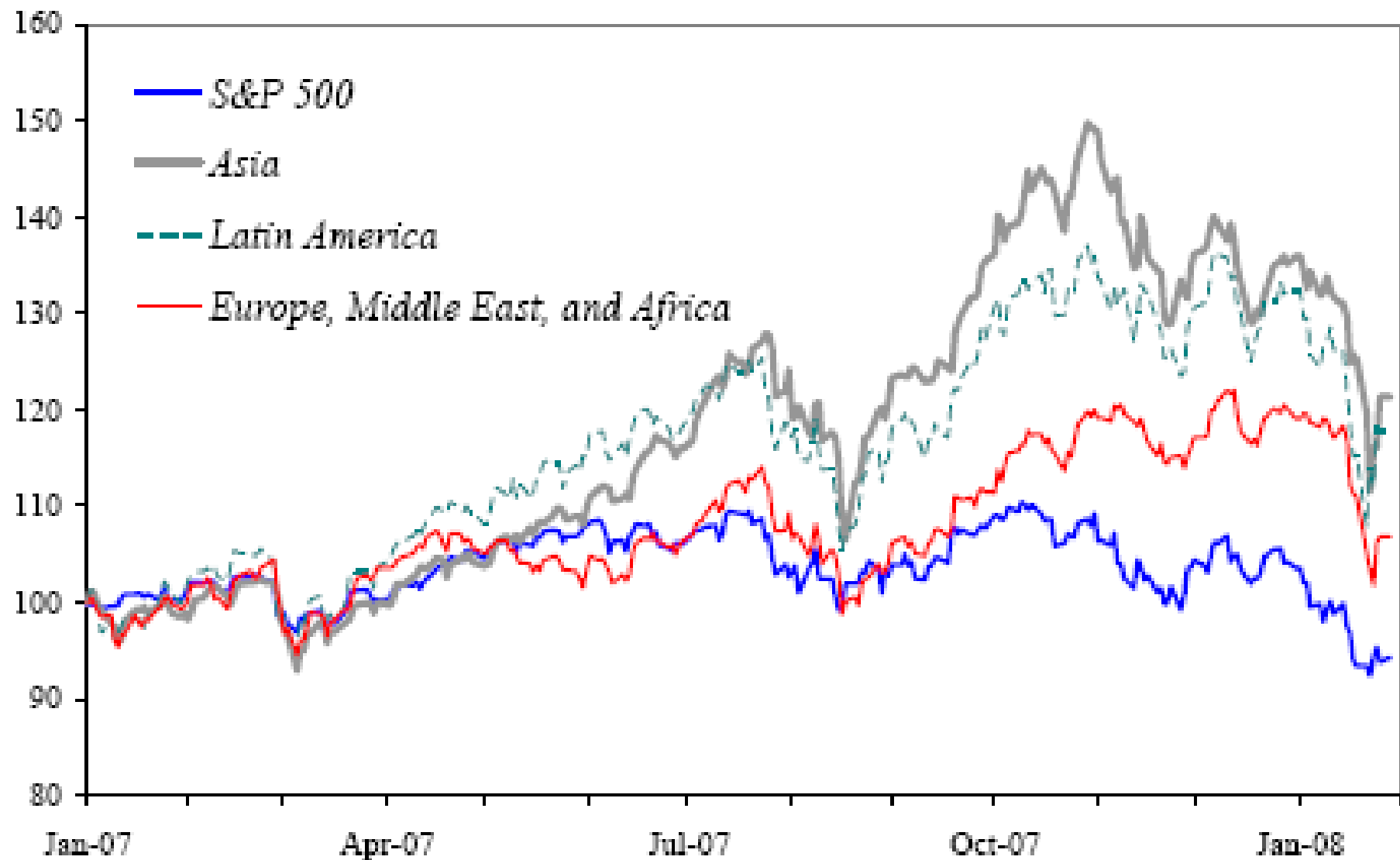
(In percent of original balance)



Sources: Merrill Lynch; and LoanPerformance.

Figure 5. Emerging Market Equity Performance

(1/1/2007 = 100)



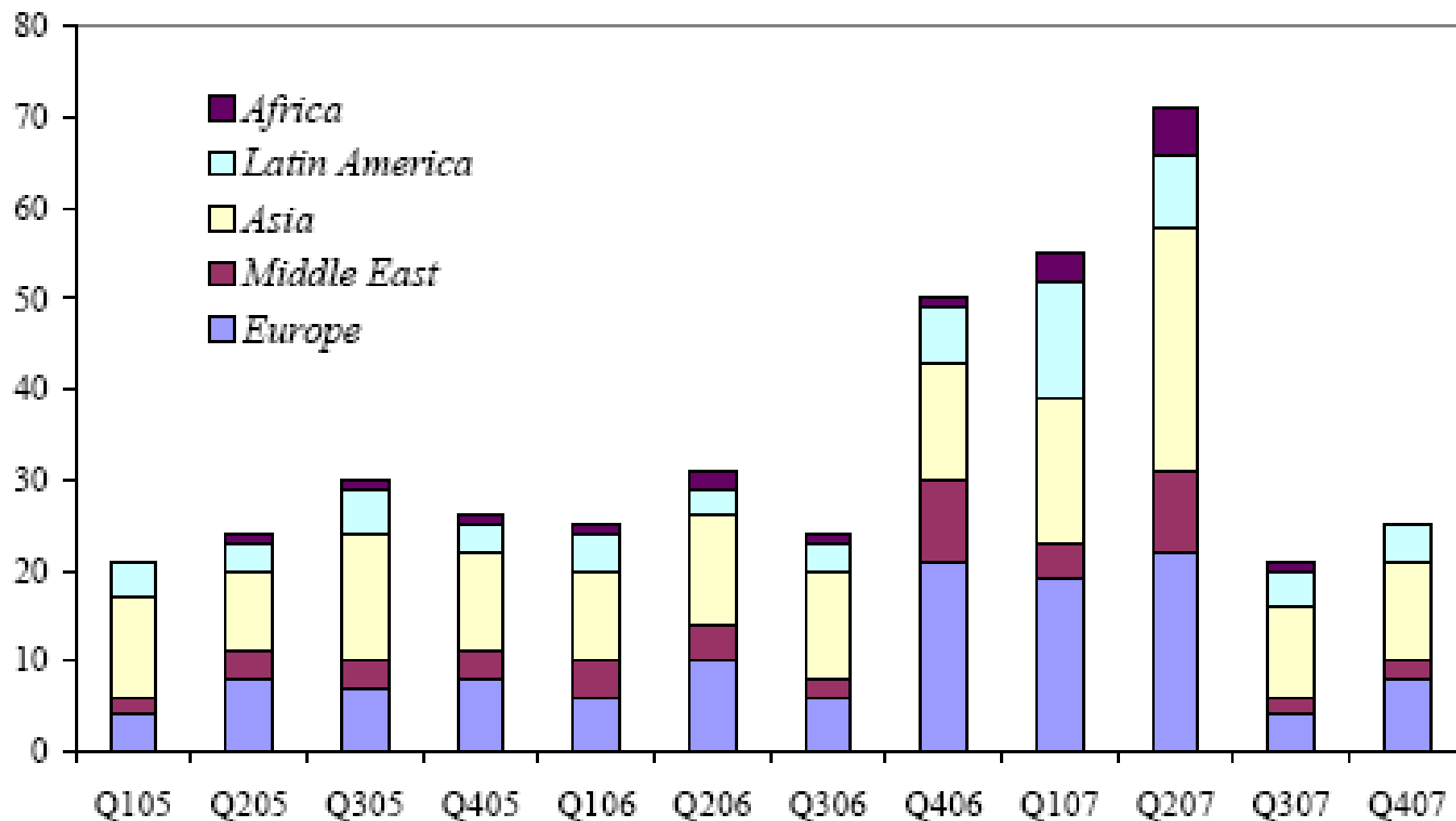
Sources: Bloomberg L.P.; and Morgan Stanley Capital International.

Figure A9 Latin America and the Caribbean sovereign bond spreads decline, then increase again



Source: JPMorgan-Chase.

Figure 6. Emerging Market Private Sector Gross External Bond Issuance
(In billions of U.S. dollars)



Source: Dealogic.

Saldo en la cuenta corriente

(Porcentaje del PIB)

	2005	2006	2007	2008
Economías avanzadas	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4
Estados Unidos	-6,1	-6,2	-5,7	-5,5
Zona del euro ¹	0,3	—	-0,2	-0,4
Alemania	4,6	5,0	5,4	5,1
Francia	-1,1	-1,2	-1,6	-1,8
Italia	-1,5	-2,4	-2,3	-2,2
España	-7,4	-8,6	-9,8	-10,2
Países Bajos	7,7	8,6	7,4	6,7
Bélgica	2,6	2,0	2,5	2,5
Austria	2,1	3,2	3,7	3,7
Finlandia	4,9	5,2	5,0	5,0
Grecia	-6,4	-9,6	-9,7	-9,6
Portugal	-9,7	-9,4	-9,2	-9,2
Irlanda	-3,5	-4,2	-4,4	-3,3
Luxemburgo	11,1	10,6	10,5	10,3
Eslovenia	-1,9	-2,5	-3,4	-3,1
Japón	3,6	3,9	4,5	4,3
Reino Unido	-2,5	-3,2	-3,5	-3,6
Canadá	2,0	1,6	1,8	1,2

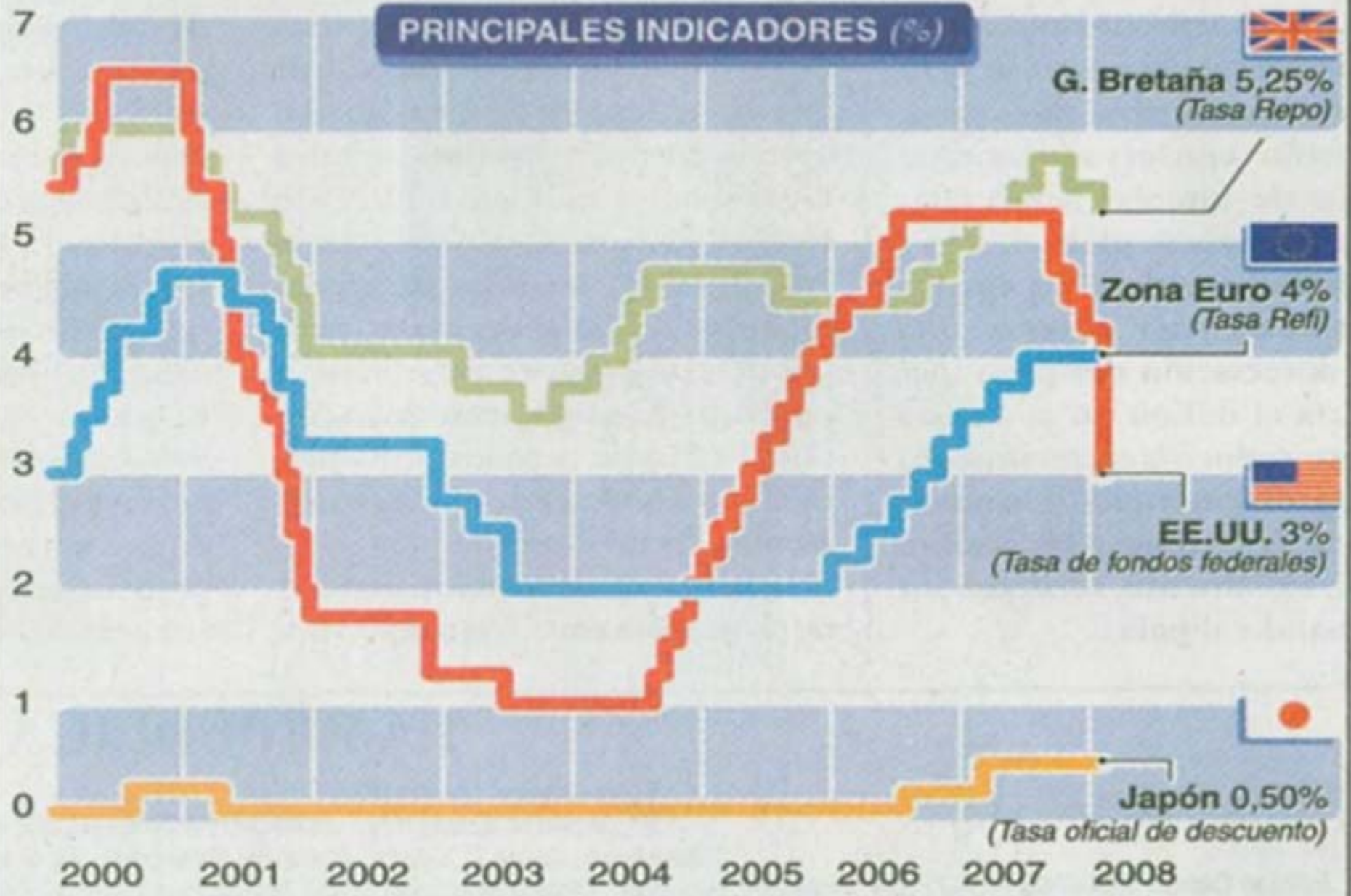
Problemas desde mediado de 2007

- Tendencias negativas del crecimiento en USA. Europa y Japón y en las Bolsas.
- Incertidumbre sobre perdidas en balances
- Reducción de liquidez interbancaria y caída en emisión de bonos y acciones corporativas empresarios se han debilitado.
- Los emergentes liderados por China e India continúan expansión fuerte por la demanda interna, precios de commodities y mejores políticas económicas.
- Desde mediados de 2007 la Inflación sube en desarrollados y emergentes

Algunas soluciones

- Septiembre: Recorte de tasa de FED en 50 puntos y luego hasta 3,0%
- Bancos Centrales inyectan liquidez en monto sin precedentes desde la crisis Rusa de 1998 para estabilizar tasa Interbancaria.
- En UK se cubren con garantía los depósitos del público para evitar pánico
- Se han moderado expectativas de endurecimiento de los bancos centrales de Europa y Japón.
- Paquete tributario en USA

PRINCIPALES INDICADORES (%)



Fuentes: Banco de Inglaterra, Reserva Federal de EEUU, Banco Central Europeo, Banco de Japón

- **2-Perspectivas para 2008**

Panorama general. Febrero /08

- Turbulencias financieras ensombrecen el crecimiento mundial previsto para 2008 entre 3.0-4,0% y no de 5.0% como en el 2007.
- Se reduce notablemente en crecimiento de USA, especialmente en manufacturas y vivienda
- El crecimiento en Asia y emergentes compensan en parte lo que sucede en países industrializados.
- Un poco menos de crecimiento en Asia, ayuda a mitigar problemas de inflación.
- Mercados mundiales con más volatilidad en acciones, en precios de productos básicos y en tasas de cambio.

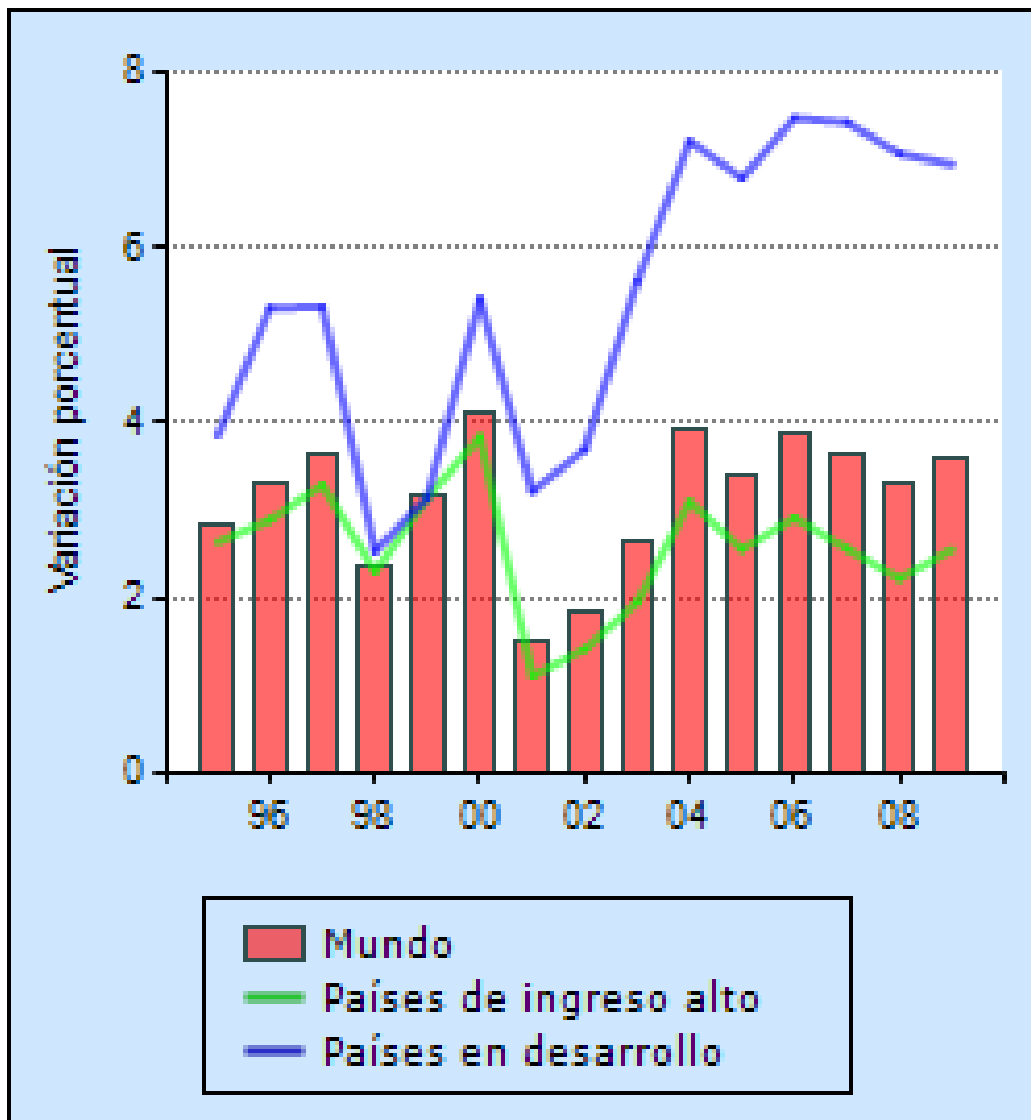
Panorama general. Febrero /08

- Para emergentes las primas de riesgo se incrementan, aunque siguen bajas vs niveles históricos
- El crecimiento de los países emergentes en 2007 es sólido por fundamentales, y por acceso al mercado financiero a costo moderado?; .
- No se puede descartar colapso de instituciones financieras de importancia
- Endurecimiento de las condiciones financieras generan restricción de crédito; menos inversión y menos crecimiento del PIB

- **Crecimientos Regionales**

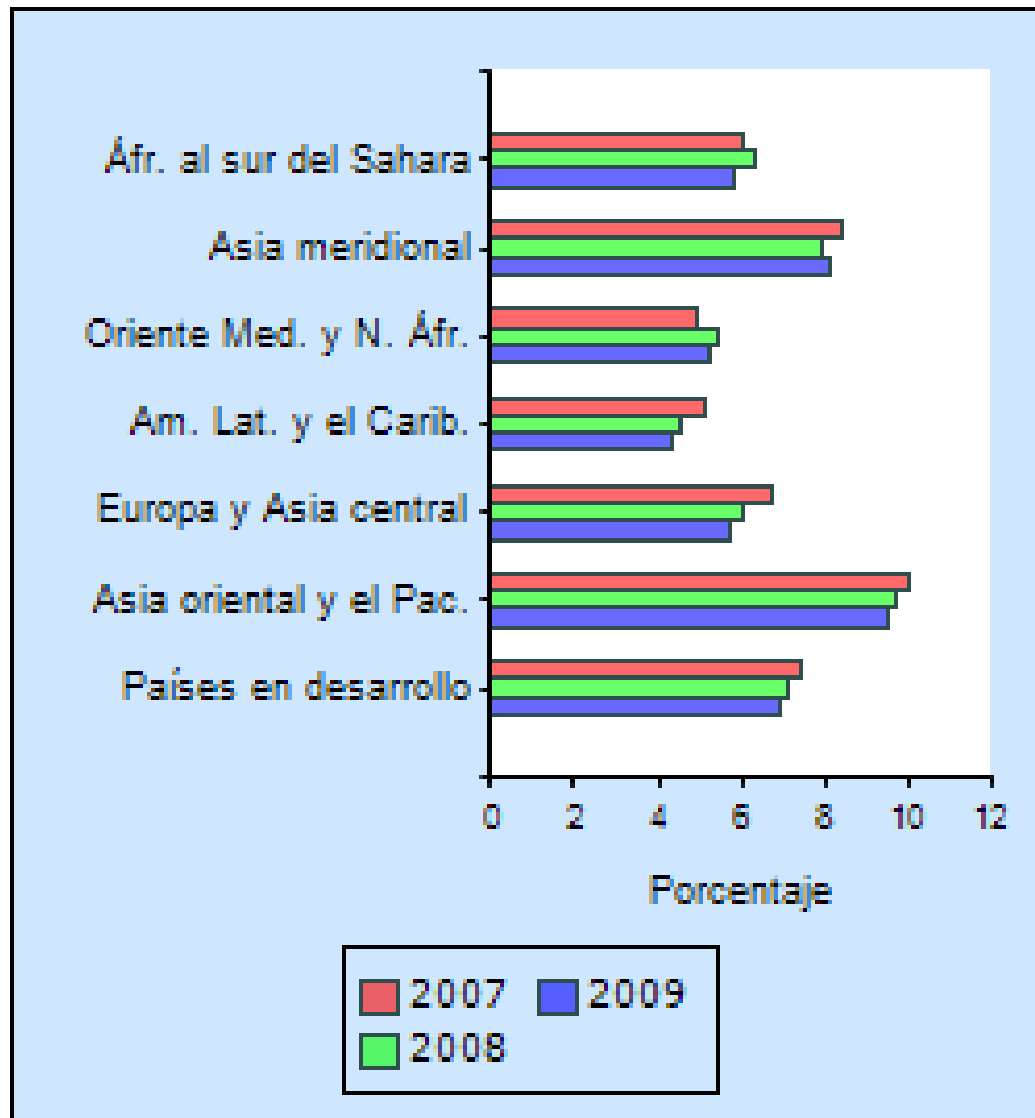
Un descenso del crecimiento en 2008

PIB real, variación porcentual



...y el aumento del PIB para países en desarrollo se modera hacia el 2009

PIB real, variación porcentual



FMI: Previsiones sobre crecimiento del PIB: Mundo e industrializados (Enero 29/08 y **nov /07**)

	<u>2007</u>	<u>2008</u>
Mundo %	4,9 (5,2)	4,1 (4,9)
Países de alto ingreso	2,6 (2,6)	1,8 (2,2)
Zona Euro	2,6 (2,7)	1,6 (2,1)
Japón	1,9 (2,0)	1,5 (1,8)
USA	2,2 (2,2)	1,5 (1,9)

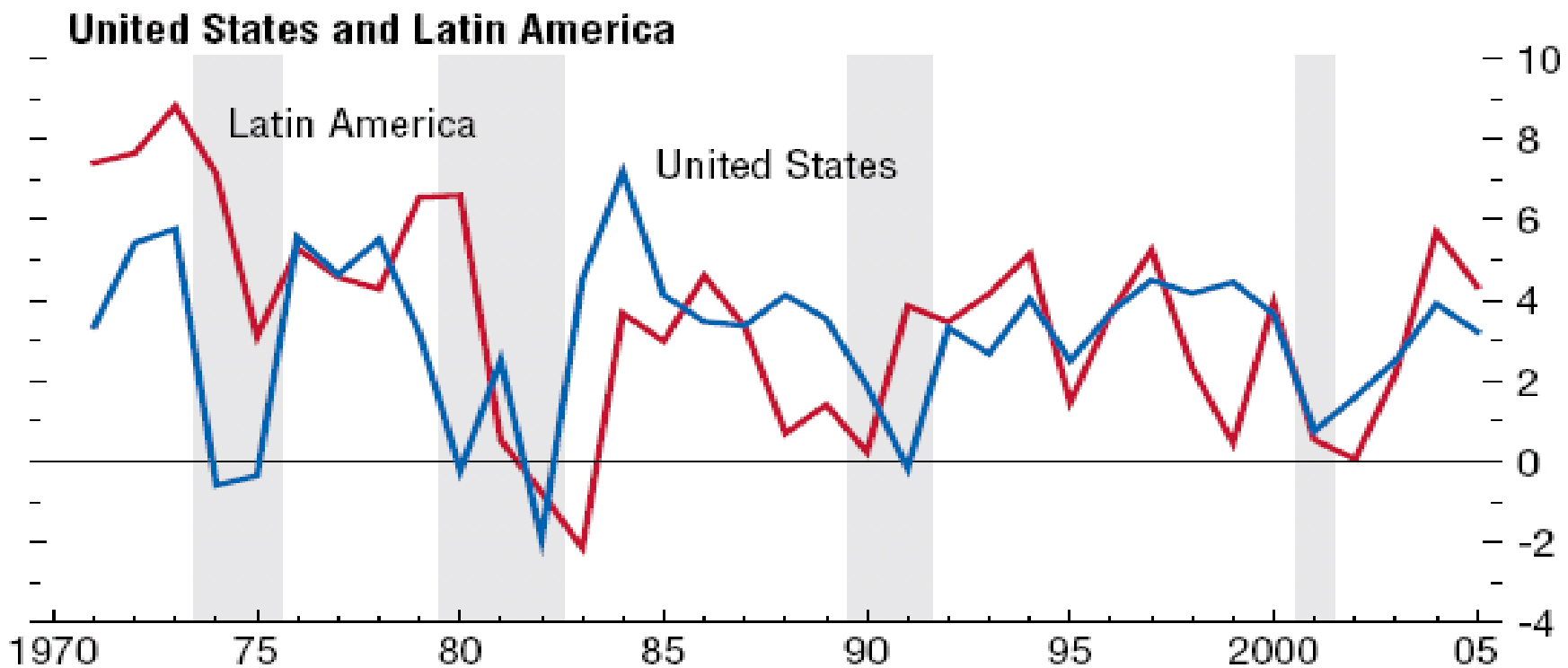
En paréntesis pry de Nov 2007

Previsiones sobre crecimiento del PIB: Emergentes Enero 29/08 y Nov /07

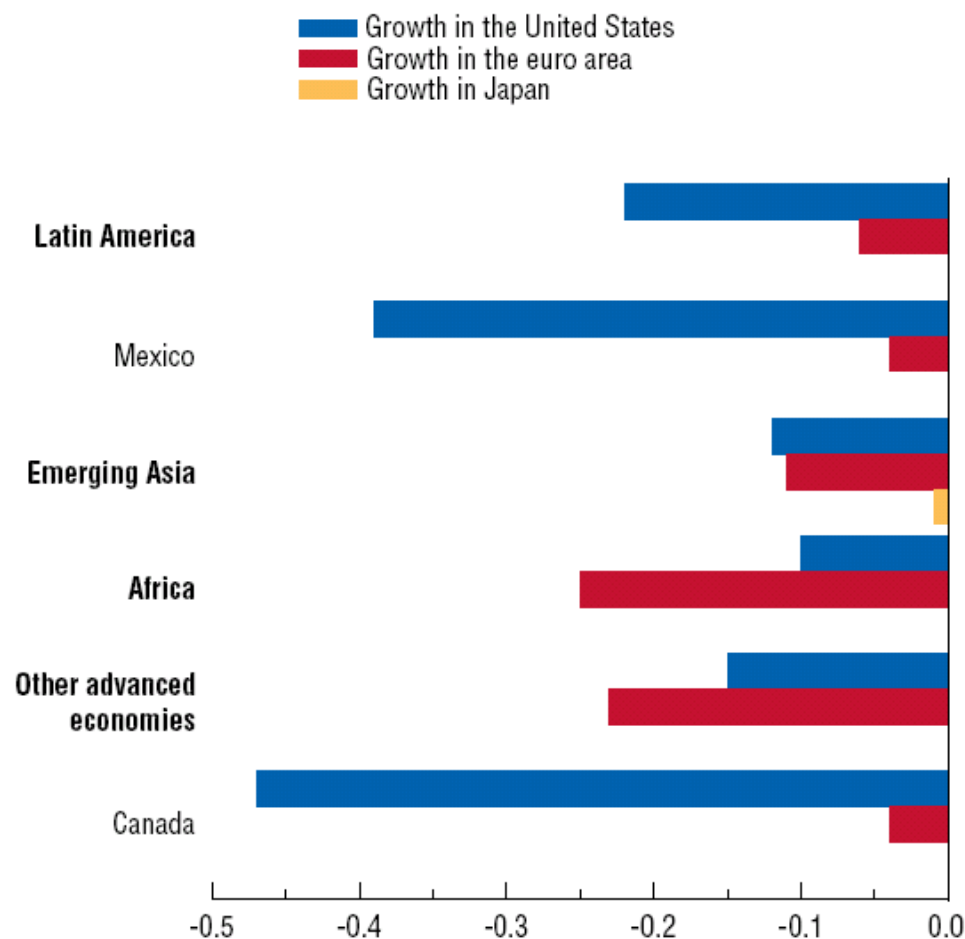
	2007	2008
Emergentes	7,8 (7,4)	6,9 (7,1)
China	11,4 (11,3)	10,0 (10,8)

Estados Unidos arrastra a A.L. en los ciclos.

U.S. recessions have usually coincided with significant reductions in growth in other regions.



Impacto de la reducción de 1% punto de crecimiento en USA, sobre A.L., Área Euro y Japón



Sources: World Bank, *World Development Indicators* (2006); and IMF staff calculations.

Previsiones sobre crecimiento del PIB en A. L.

	2007	2008	2009
Argentina	7,8	5,7	4,7
Bolivia	4,1	4,4	4,2
Brasil	4,8	4,5	4,5
Chile	5,7	5,1	5,0
Colombia	6,5	5,3	4,8
Ecuador	2,4	2,5	2,7
Mejico	2,9	3,2	3,6
Peru	7,5	6,4	6,1
Panama	8,3	7,2	7,1
Venezuela	8,3	5,8	4,2

Previsiones en Abril de 2007 y en Noviembre de 2007 (IMF)

	<u>Abril /07</u>		<u>Noviembre/07</u>	
	2007	2008	2007	2008
Colombia	5,5	4,5	6,5	5,3
USA	2,2	2,8	2,2	1,9

- **Los productos básicos**

Expectativas de precio para productos básicos en 2008

Suben

Energéticos
Aceites y grasas
Cereales
Algodón
Caucho
Fertilizantes

Bajan

Cobre
Plomo
Níquel

Estable

Café
Carne de bovino
Azúcar
Maderas
Oro

- **Las opiniones de otros expertos**

Banco Mundial, enero /08

Cuadro 1. Proyecciones de la actualización de *Perspectivas*

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contra)

	2005	2006	Estimaciones 2007	Proyecciones 2008
Producto mundial	4,4	5,0	4,9	4,1
Economías avanzadas	2,5	3,0	2,6	1,8
<i>de las cuales:</i>				
Estados Unidos	3,1	2,9	2,2	1,5
Zona del euro (15)	1,5	2,8	2,6	1,6
Japón	1,9	2,4	1,9	1,5
Otras economías avanzadas	3,2	3,7	3,8	2,8
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,0	7,7	7,8	6,9
África	5,9	5,8	6,0	7,0
América	4,6	5,4	5,4	4,3
Comunidad de Estados Independientes	6,6	8,1	8,2	7,0
Europa central y oriental	5,6	6,4	5,5	4,6
Oriente Medio	5,6	5,8	6,0	5,9
Países en desarrollo de Asia	9,0	9,6	9,6	8,6
<i>de los cuales:</i>				
China	10,4	11,1	11,4	10,0

1

World growth dips below trend for the first time since 2002.

World Real GDP Projections

	2007	2008 (e)	2009 (e)
U.S.	2.2%	1.8%	2.0%
Euroland	2.6	1.7	1.8
Japan	1.8	1.4	1.8
UK	3.1	1.9	2.0
China	11.5	10.3	9.6
Developed	2.4	1.7	1.9
Developing	7.1	6.0	6.3
World	3.8	2.9	3.2

Source: ISI, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Lehman, BlackRock. Projections quoted may or may not come to pass

Bob Doll's 10 Predictions For 2008

1. World growth dips below trend for the first time since 2002.
2. The United States narrowly escapes an economic recession, but experiences a profits recession.
3. The fed funds rate falls to 3.5% or lower as Treasury bond yields rise.
4. The dollar rises against the euro, but falls against developing market currencies.
5. Stocks achieve a new all-time high in 2008 as price/earnings ratios improve.
6. Large caps and growth outperform small caps and value.
7. Developing economies and equity markets outperform developed ones yet again.
8. Despite rising above \$100 per barrel, oil prices end the year lower than where they started.
9. Information technology, healthcare and energy outperform utilities, financials and consumer discretionary.
10. Democrats capture the White House and increase their lead in the Senate, House and governors' mansions for the first time since 1992.

The opinions are those of Bob Doll as of 1 January 2008. There is no guarantee that any forecast made will come to pass.

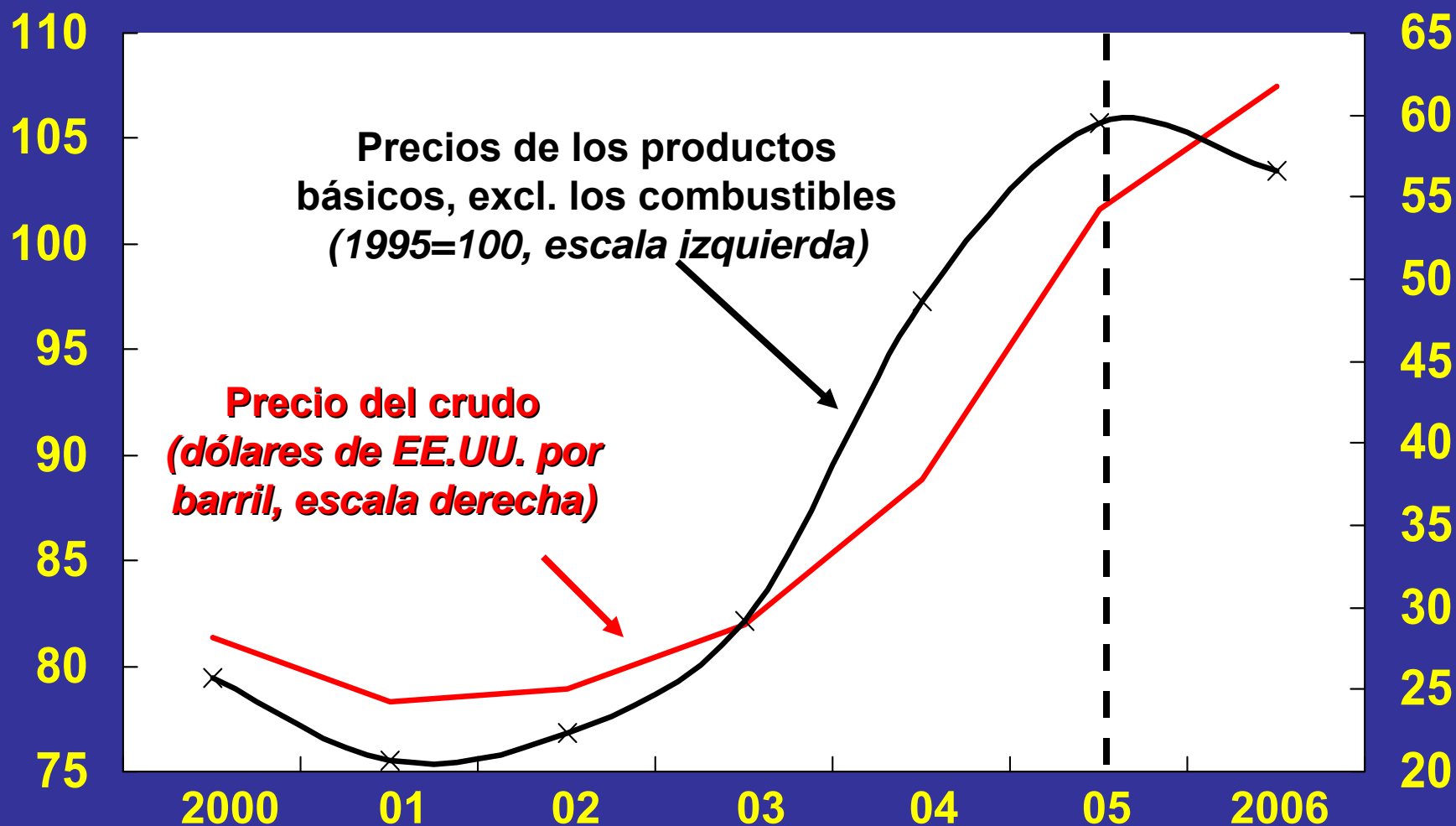
External Current Account

(In percent of GDP)

	1995- 2004 Avg.	2005	2006	2007 Proj.
North America 1/	-3.0	-5.1	-5.2	-4.8
United States	-3.3	-6.1	-6.2	-5.7
Canada	0.8	2.0	1.6	1.8
Mexico	-2.1	-0.6	-0.3	-0.7
South America 1/	-2.1	1.3	1.5	0.7
Argentina	-0.5	1.9	2.5	0.9
Bolivia	-3.8	6.5	11.7	15.1
Brazil	-2.4	1.6	1.2	0.8
Chile	-1.8	1.1	3.6	3.7
Colombia	-2.4	-1.5	-2.1	-3.9
Ecuador	-1.8	0.8	3.6	2.4
Paraguay	-1.7	0.1	-2.0	-0.2
Peru	-3.7	1.4	2.8	1.3
Uruguay	-1.1	0.0	-2.4	-2.8
Venezuela	6.5	17.8	15.0	7.8

- **Choques Externos**

Riesgo externo- Reducción de los altos niveles recientes de los precios de productos básicos, y altos precios de petróleo

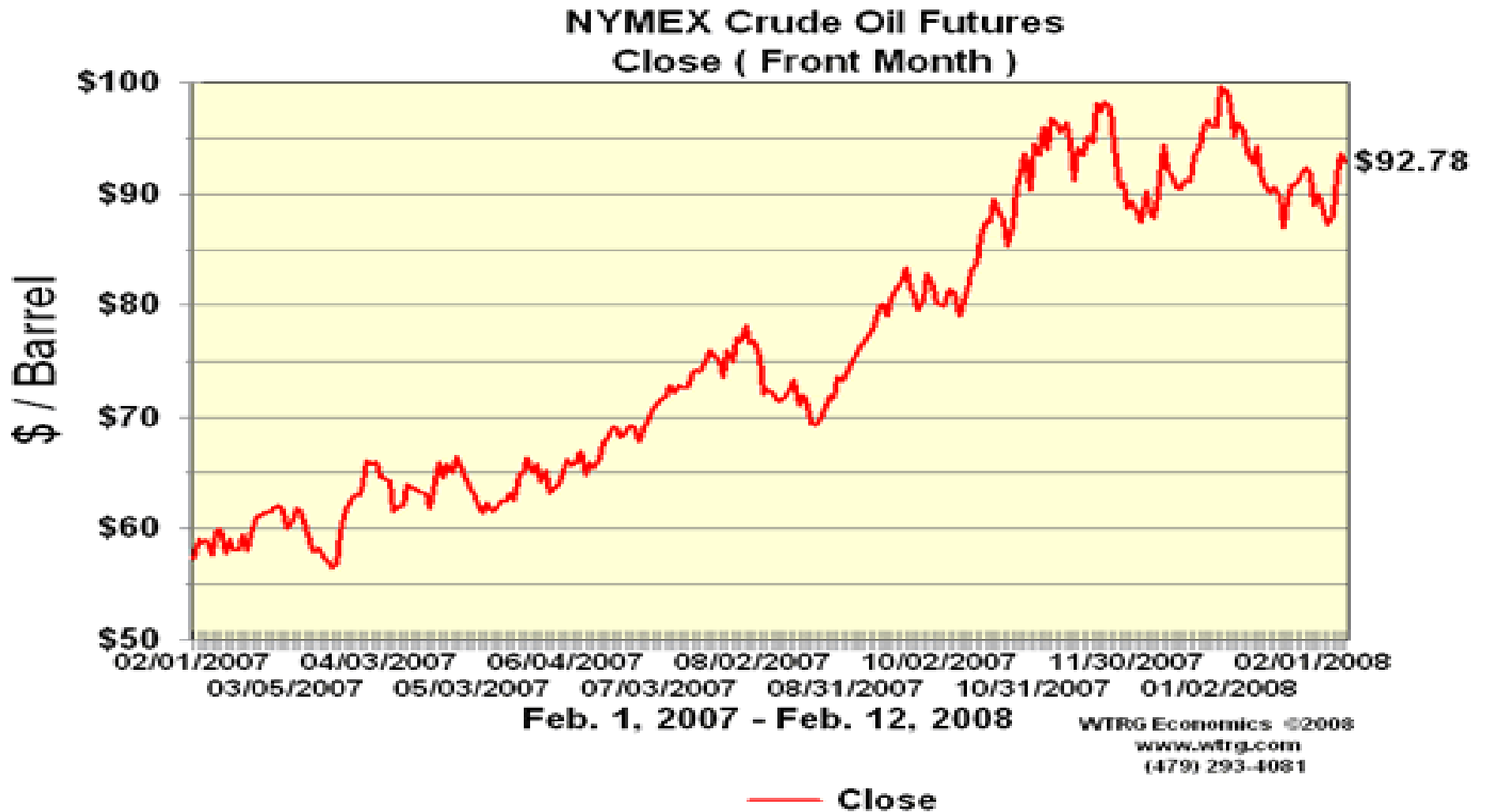


Fuente: Personal técnico del FMI.

Riesgo Externo- Implicaciones de un fuerte choque petrolero:

- Un fuerte choque de oferta petrolera puede disminuir el crecimiento económico mundial.
 - ↓Producción de 2 millones bpd → ↓crecimiento mundial hasta en 1.5% y ↑inflación
 - En ALC ↓ crecimiento en 1.3% .
- Esto disminuiría otras exportaciones de Colombia por dos vías:
 - Cantidad (↓demanda agregada mundial)
 - Precio (↓precios de bienes básicos diferentes al petróleo)

El 13 de febrero subió US\$ 0.50

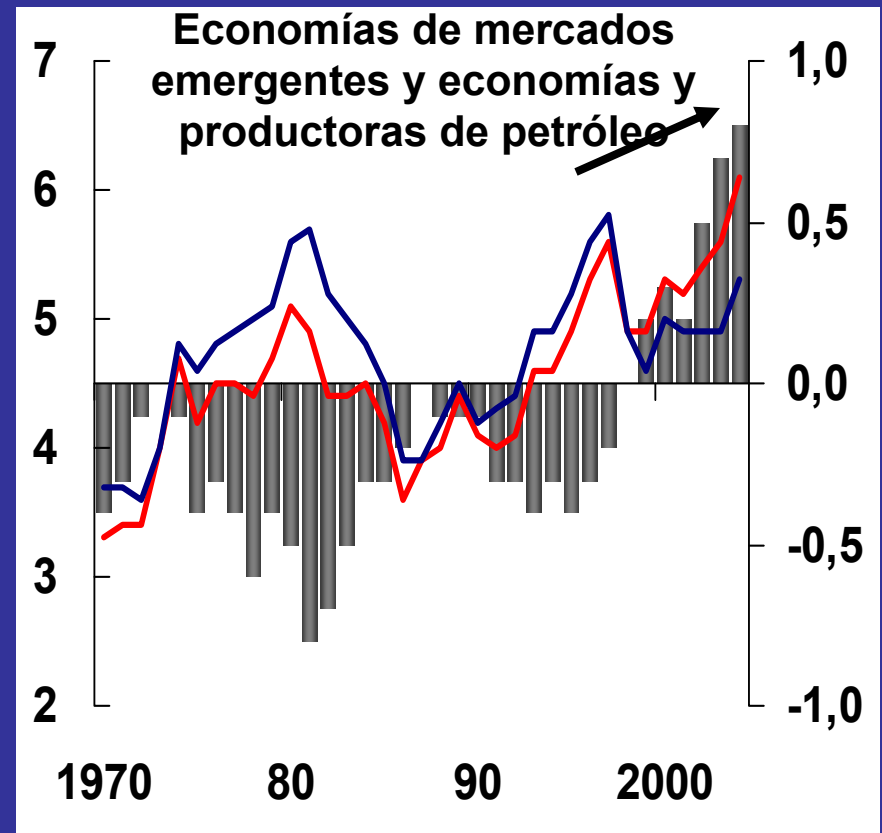
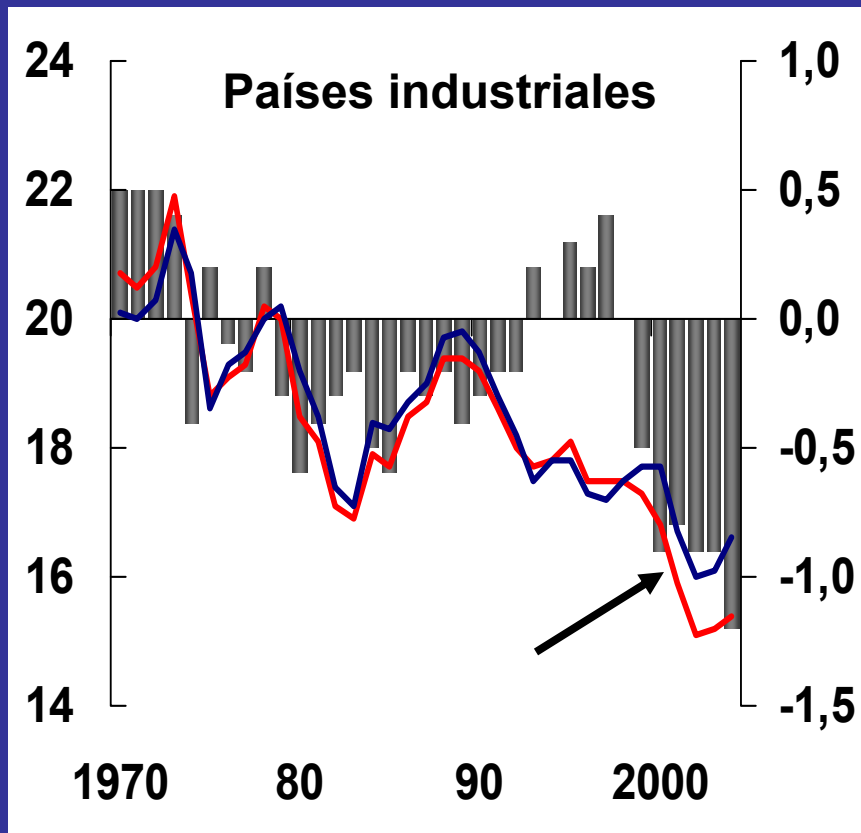


Riesgo externo- Desbalances globales: Fuertes y crecientes desequilibrios mundiales en cuenta corriente. (porcentaje del PIB mundial)

— Ahorro

Inversión

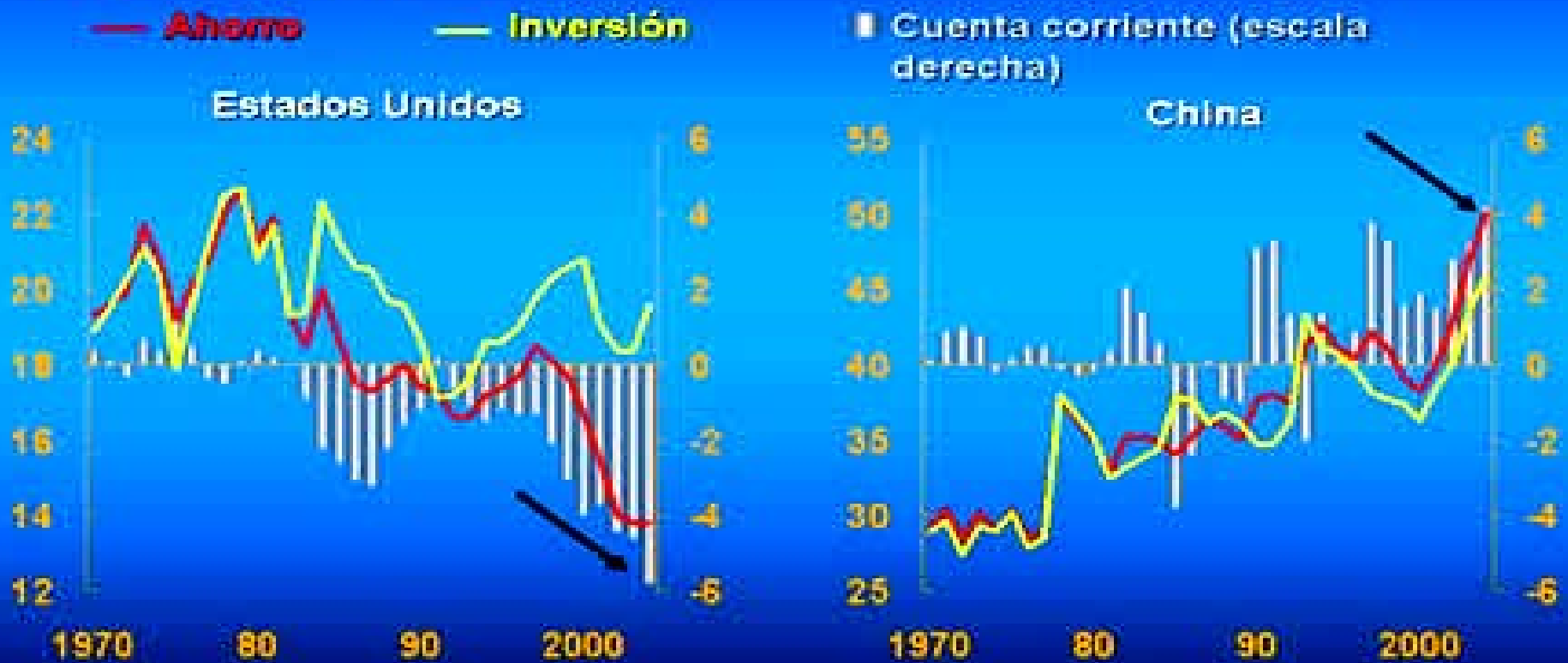
■ Cuenta corriente (escala derecha)



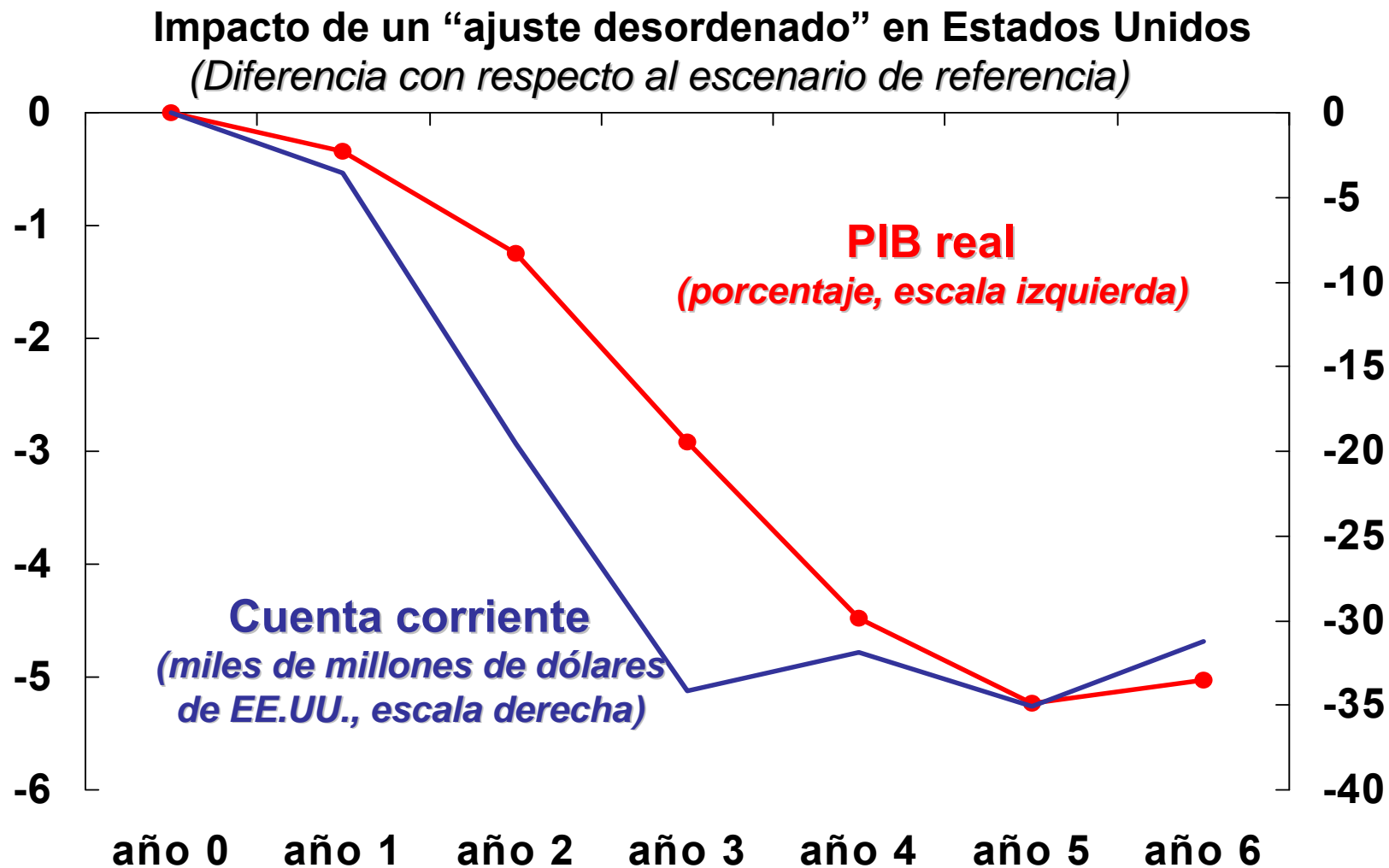
Fuentes: Base de datos analítica de la OCDE; *Indicadores del desarrollo mundial* del Banco Mundial; personal técnico del FMI.

Riesgo externo- Relación de China con USA

China es una fuente importante de financiamiento del déficit de ahorro e inversión de Estados Unidos
(Porcentaje del PIB)



Según el FMI un “ajuste desordenado” de USA podría atentar contra la persistencia del crecimiento en ALC.



Fuente: Personal técnico del FMI.

Riesgo externo- Ajuste abrupto y desordenado de los desequilibrios en cuenta corriente

- En el primer año reduce crecimiento de USA de 3.5% a 0.5% y continuaría deprimida la economía por varios años.
- Si la economía de USA se desacelera el dólar se deprime y aumentarán las tasas de interés mundial.
- Habrá Impacto negativo en otras economías industriales y en desarrollo

Riesgo externo- Tasas de interés y spreads: Implicaciones

- Se estima que ante un incremento de 200 pbs en las tasas y en los spreads, el crecimiento mundial disminuiría en promedio 1.8% en los siguientes cuatro años.
- En ALC disminuiría el crecimiento en 2%.
- Esto tendría un impacto más fuerte en países altamente endeudados como Brasil y Colombia.

Riesgo externo- Ajuste abrupto y desordenado de los desequilibrios en cuenta corriente. Efecto para AL:

- Los elevados niveles de deuda de AL la dejan expuesta a los choques de tasas de interés mundiales, amplificada por la vía de los spreads.
- Se limitan las exportaciones de AL a USA
- La disminución de crecimiento mundial reduce demanda por productos de la región y se amplifican problemas de balanza de pagos
- Se estima que en conjunto AL perdería 5% de crecimiento de PIB

Riesgo externo- Tendría impacto en Colombia, pues ésta sigue el ciclo de la producción industrial mundial



Fuente: Haver Analytics y DANE.

*Promedio móvil de 4 meses

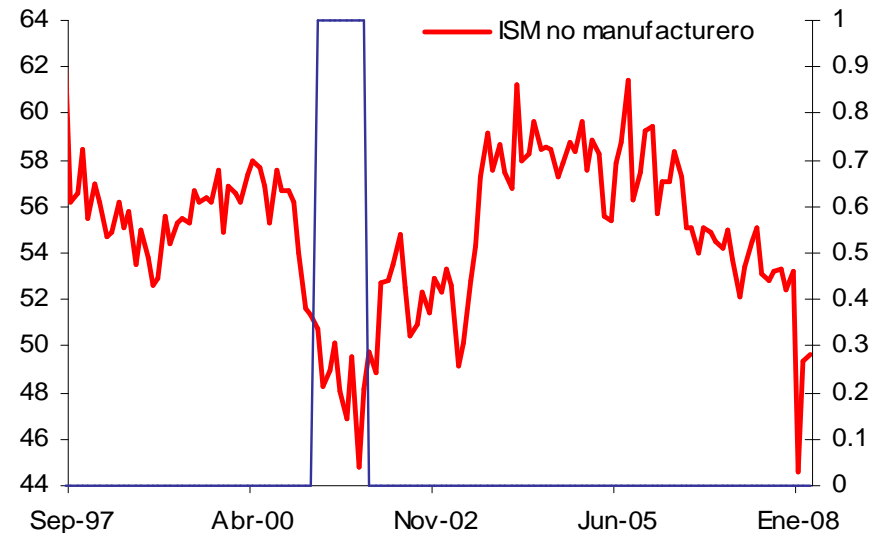
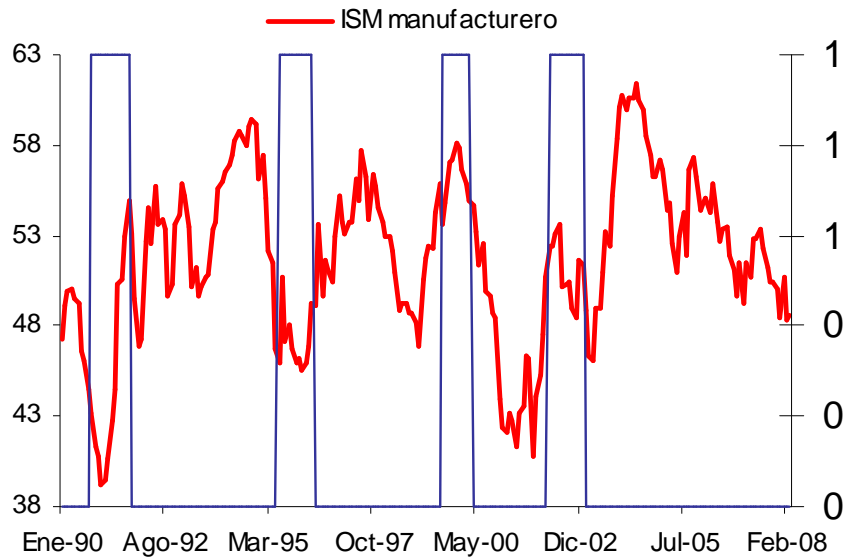
El entorno Externo y la Economía Colombiana

**Razones para el optimismo
desde una perspectiva histórica**

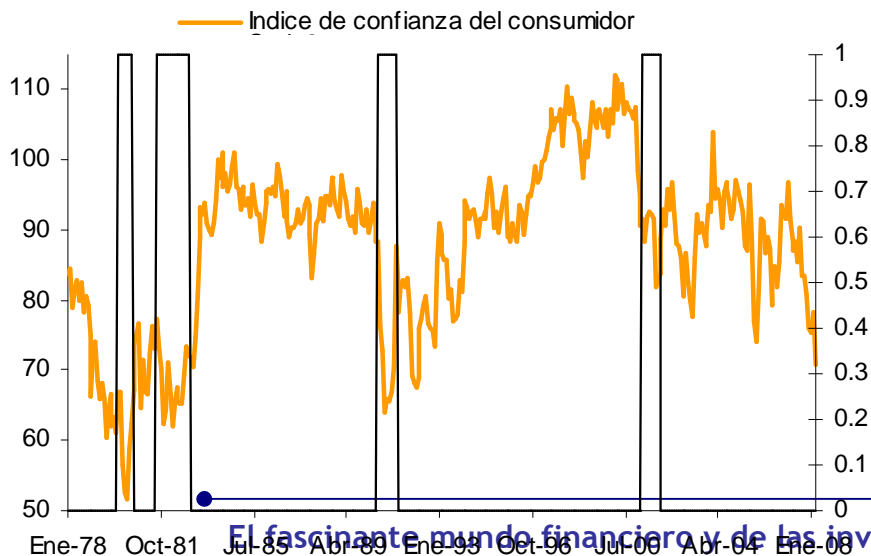
Bogotá, Abril de 2008

Punto Primero

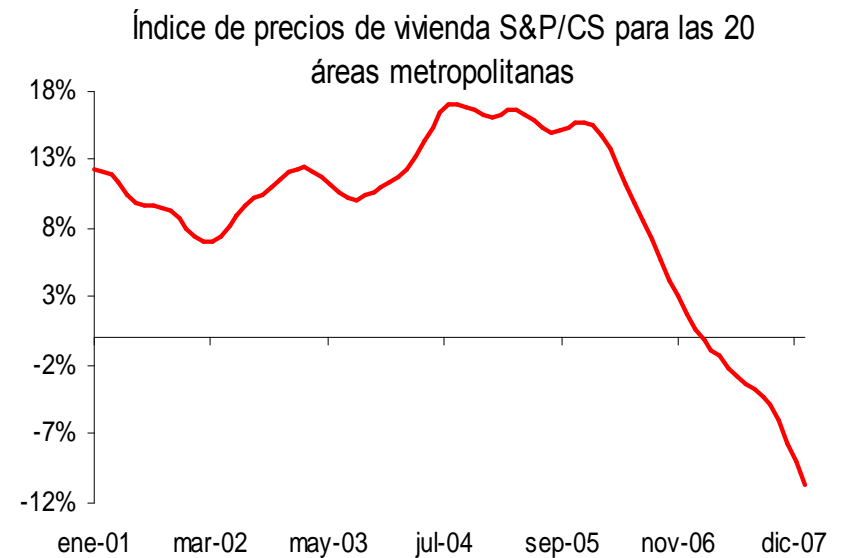
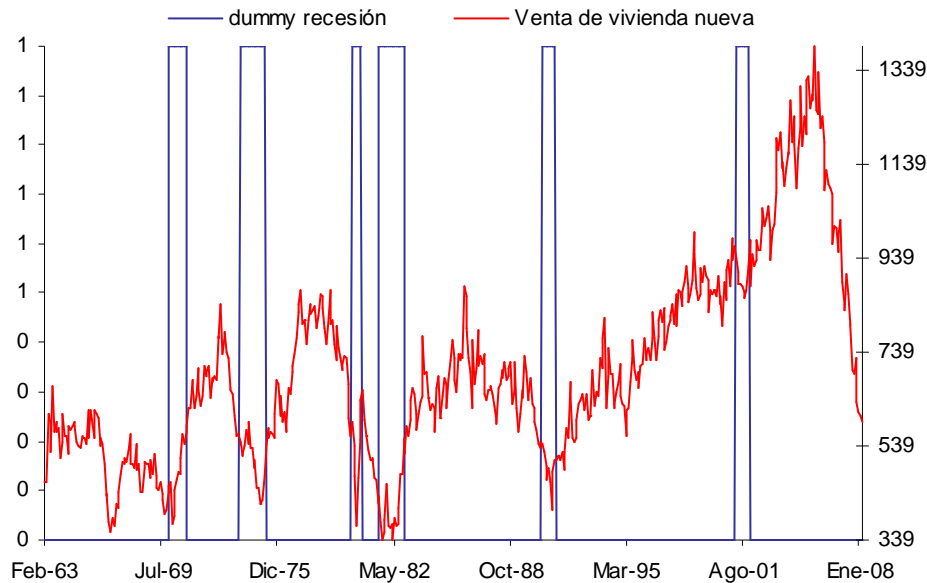
La economía Mundial y su dependencia de Estados Unidos y países desarrollados



Fuente: Bloomberg



Algunos indicadores de actividad económica de EE.UU ya han superado los niveles mínimos de la crisis anterior (2001), entre ellos el de confianza del consumidor. Los indicadores de la actividad del sector servicios (ISM no manufacturero) alcanzaron niveles de la recesión de 2001, mostrando la contracción del sector.



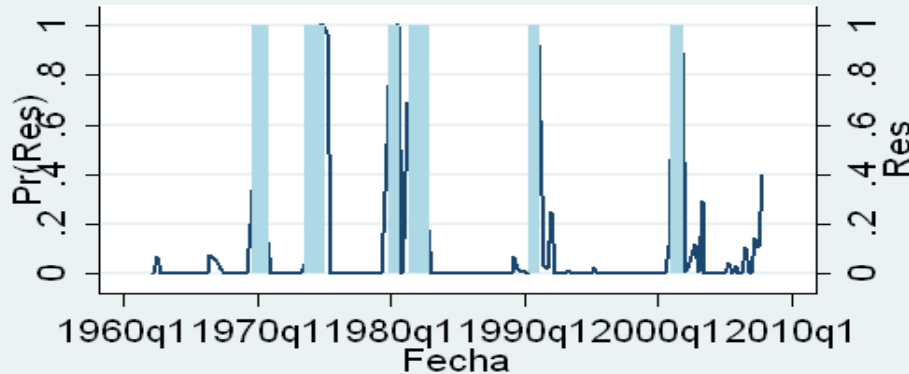
Fuente: Bloomberg

En el mercado de vivienda se continúa observando debilidad en los indicadores. Las ventas de viviendas nuevas se ubicaron en febrero en el menor nivel desde junio de 1992, al ubicarse en 590 mil (anualizado). Todavía no superan los mínimos de esta crisis (401.5 mil). Los índices de precios de vivienda medidos a través del S&P/CS alcanzaron un descenso doce meses de 10.7% y de 12.5% frente al nivel máximo de julio de 2006. Se espera, según cálculos de algunos bancos de inversión, que el descenso total de los precios sea de entre el 20-25%.

	2007				2008		
	sep	oct	nov	dic	ene	feb	mar
Total	81	140	60	41	-76	-76	-80
Total privado	66	105	44	-14	-79	-109	-98
Recursos naturales y minería	0	0	8	4	5	1	6
Construcción	-16	-12	-57	-55	-39	-37	-51
Manufactura	-22	-25	-3	-22	-31	-52	-48
Transporte	9	-5	49	-35	-27	-55	-20
Información	7	-4	-5	-4	-4	2	-6
Actividades financieras	-18	-11	-23	-8	-8	-11	-5
Servicios profesionales	21	70	9	52	-30	-30	-35
Servicios de educación y salud	29	39	32	46	49	40	42
Hotelería y turismo	58	52	24	7	9	20	18
Otros servicios	-2	1	10	1	1	7	1
Gobierno	15	35	16	55	3	33	18

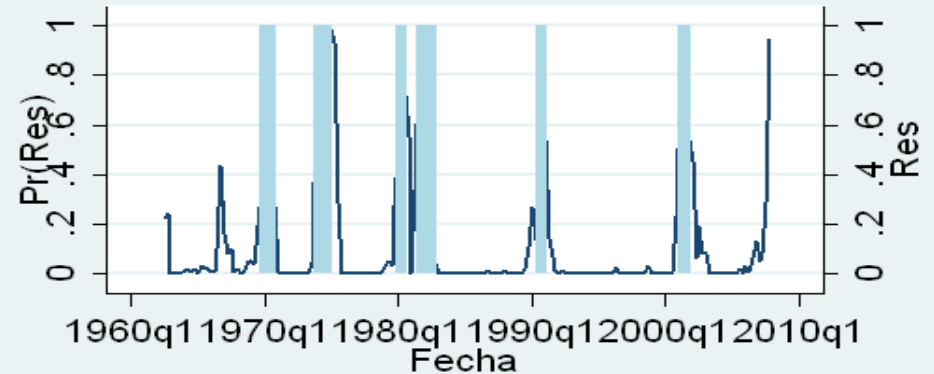
Fuente: Cálculos Bancolombia con datos BLS

Probabilidad de Recesión Rezago de un período



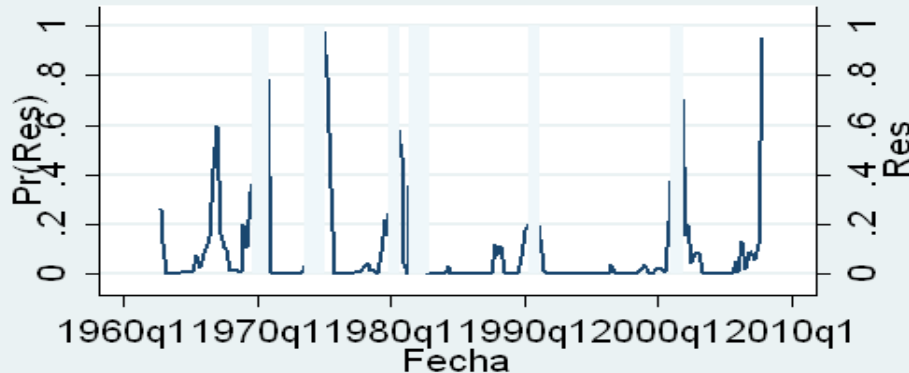
Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con datos Bloomberg

Probabilidad de Recesión Rezago de dos períodos



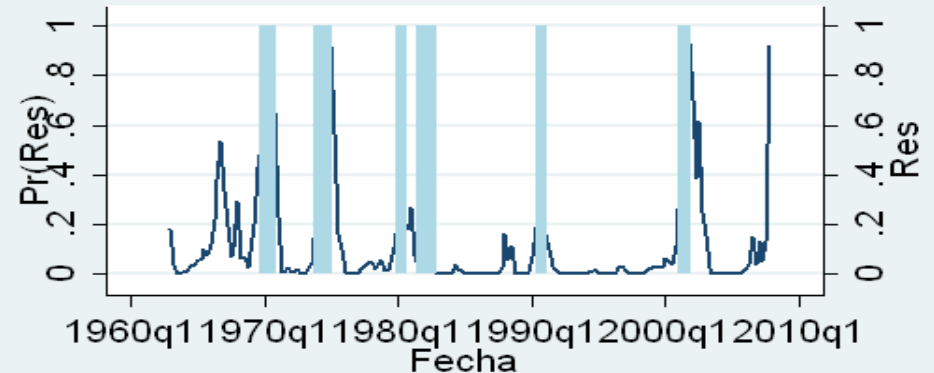
Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con datos Bloomberg

Probabilidad de Recesión Rezago de tres períodos



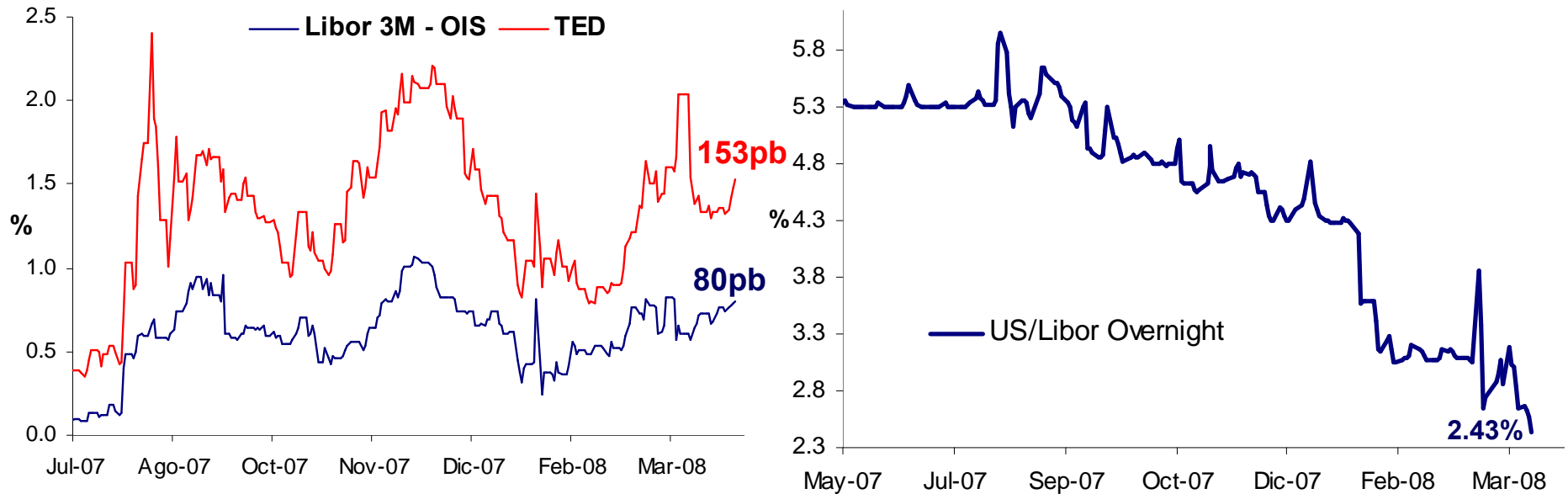
Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con datos Bloomberg

Probabilidad de Recesión Rezago de cuatro períodos



Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con datos Bloomberg

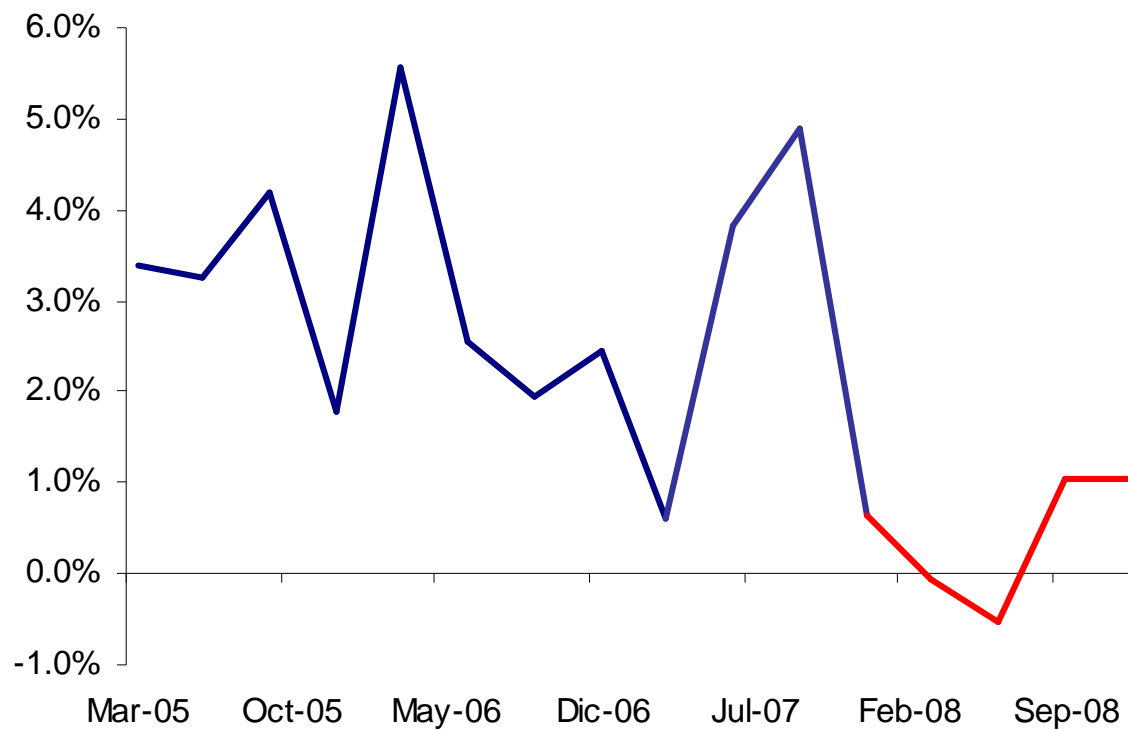
Mercados de Monetarios



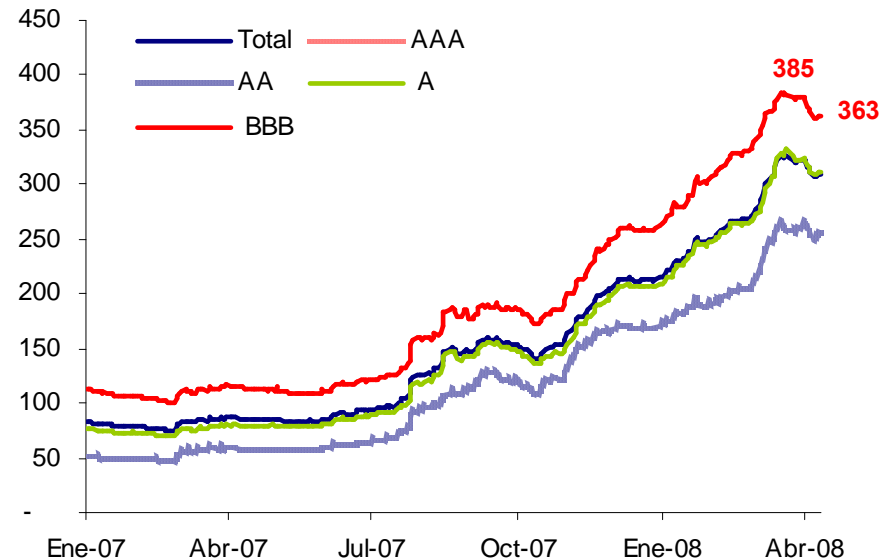
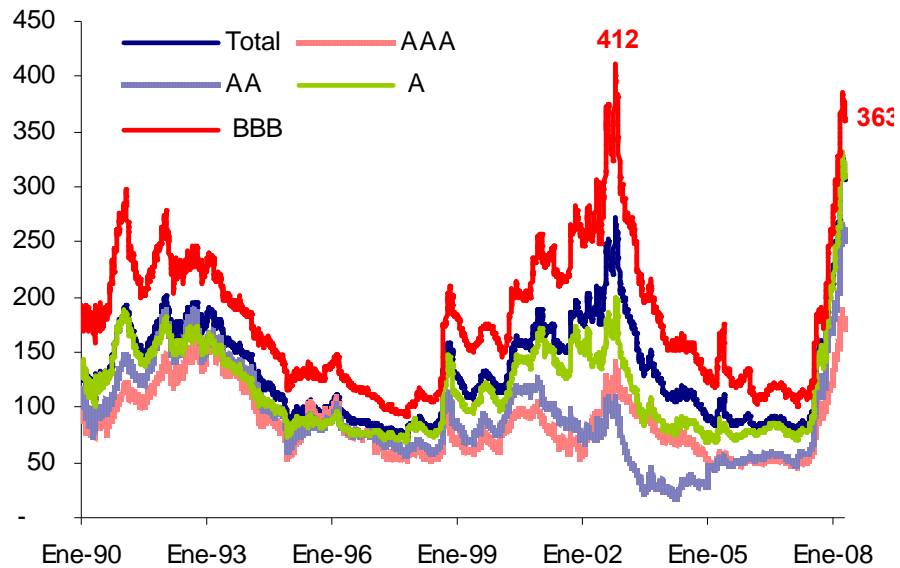
Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia

El índice TED y la diferencia entre la OIS y la tasa libor de tres meses continúan encontrándose en niveles elevados y presentaron un leve repunte la semana pasada explicado en parte por la noticia del cierre de los fondos de *Lehman Brothers* y los resultados corporativos que añadieron volatilidad al mercado. Por otra parte la tasa Libor *Overnight* continúa su ajuste a la baja luego de altos niveles de volatilidad observados en el último mes.

Proyección crecimiento de EE.UU. 2008



Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia.

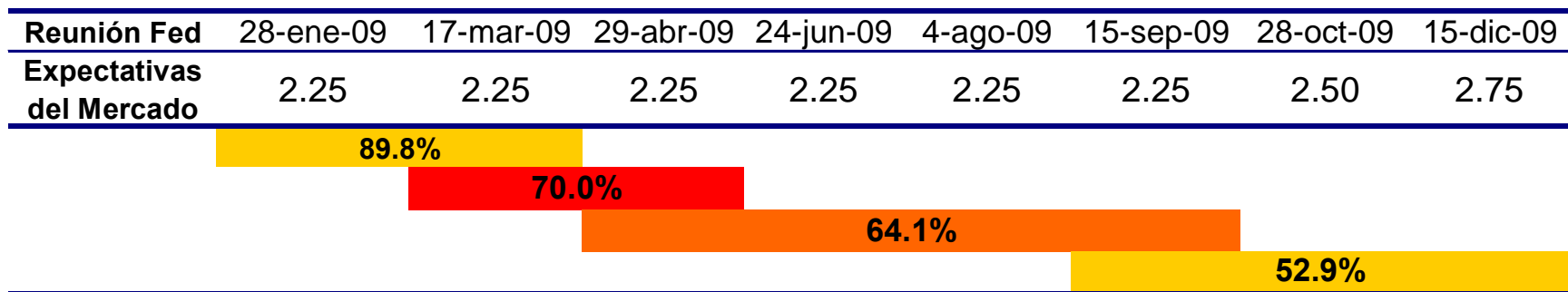
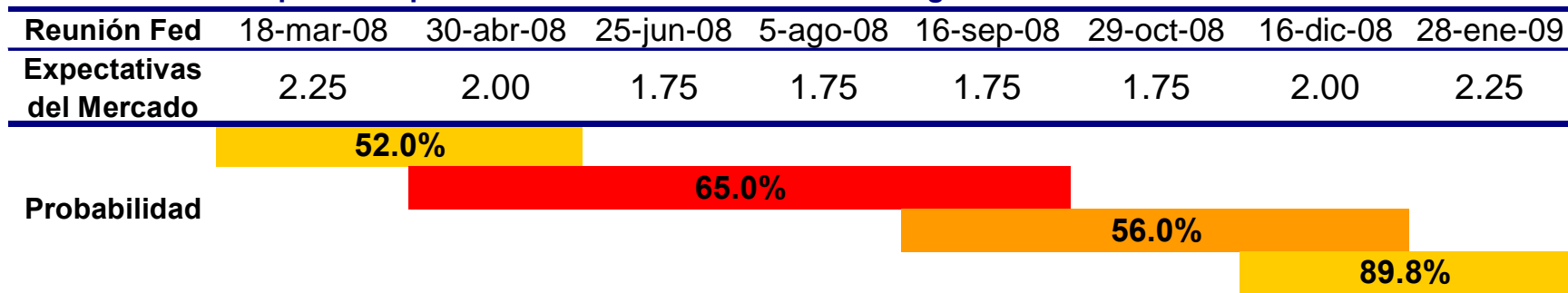


Calificación	30-Jun-07	11-Abr-08	Var.
AAA	60	176	116
AA	65	255	190
A	90	311	221
BBB	122	363	241
Total	94	310	216

Calificación	Máx. hasta el 30-jun-07	Máx. desde el 01-jul-08
AAA	170	188
AA	189	266
A	200	333
BBB	412	385
Total	273	327

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con base en información de Merrill Lynch

Escenario más probable para movimiento de tasas del FED según los mercado de futuros de



Fecha: 11-Abril-08

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia

En estos momentos, el mercado de futuros está descontando un nuevo recorte en las tasas de referencia el 30 de abril, de 25pb. Entre tanto el mercado espera que la tasa termine el año en niveles de 2.00% debido a que comenzarían los incrementos en diciembre del 2008.

PIB basado en PPA

Producto Interno Bruto basado en PPA (Participación sobre el total mundial)

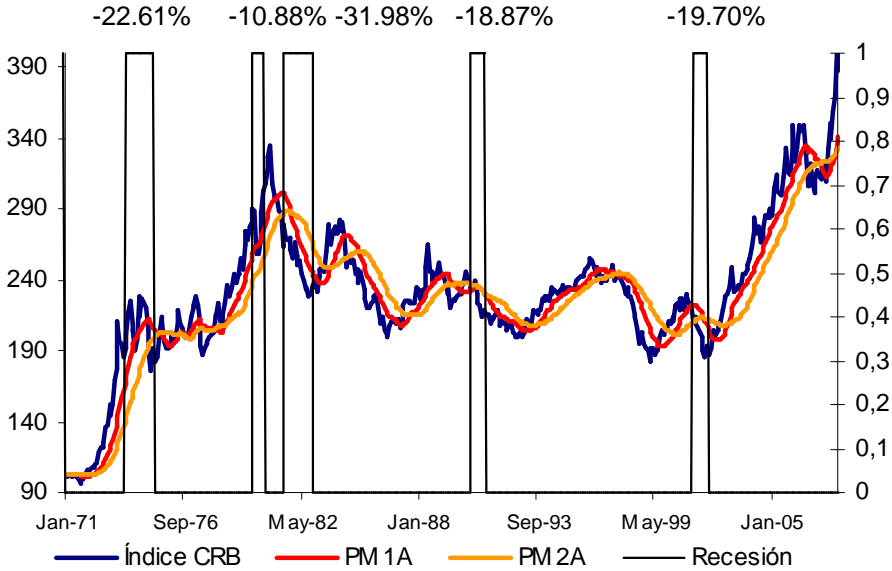
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008
Estados Unidos	21.1%	21.1%	21.5%	21.6%	21.4%	21.1%	20.8%	20.5%	20.3%	20.0%	19.7%	19.3%	19.0%
Zona Euro	17.4%	17.2%	17.2%	17.1%	16.9%	16.9%	16.5%	16.0%	15.5%	15.0%	14.7%	14.3%	13.9%
Japón	8.2%	8.0%	7.7%	7.4%	7.2%	7.1%	6.9%	6.8%	6.6%	6.4%	6.3%	6.1%	6.0%
China	9.3%	9.8%	10.3%	10.7%	11.0%	11.6%	12.3%	13.1%	13.7%	14.4%	15.1%	16.1%	16.4%
India	5.0%	5.0%	5.2%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.7%	5.9%	6.1%	6.3%	6.4%	6.6%
Rusia	2.4%	2.3%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%
Brasil	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
Exportadores de Petróleo	4.1%	4.1%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%
Otras economías	29.5%	29.5%	29.3%	29.2%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%	29.1%	29.0%	28.9%	28.6%	28.9%

* Última revisión enero 8/2008

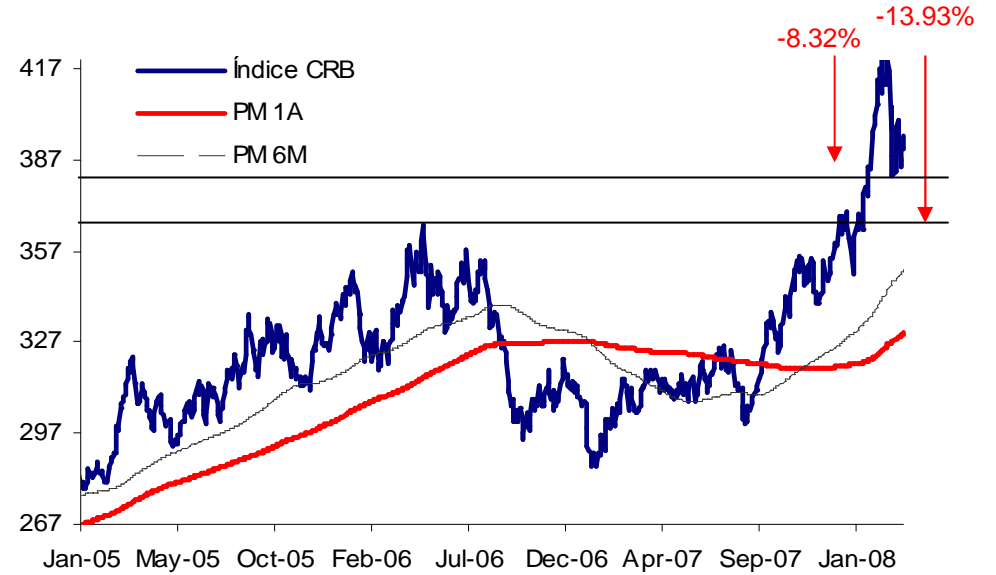
Fuente: FMI World Economic Outlook Database

EE.UUU, la zona Euro y Japón correspondían en 1999 al 47% de la producción mundial. Para 2008 se espera representen el 38%. China en 1999 representaba el 9.3% de la producción mundial y en el año 2008 se espera represente el 16.4%.

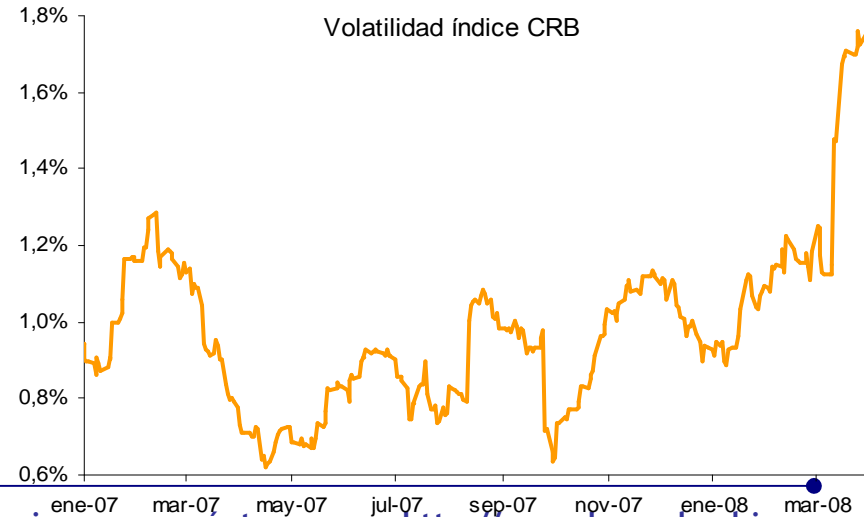
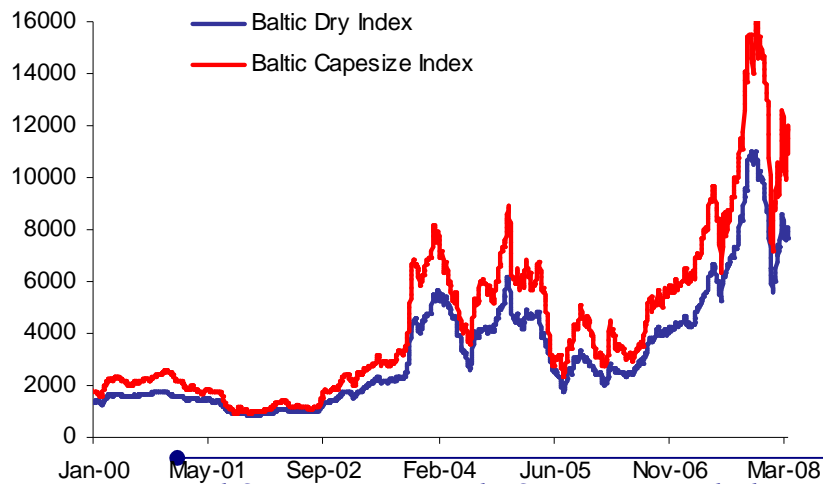
Comportamiento del índice CRB en recesiones anteriores



Comportamiento reciente del índice CRB



Comportamiento índices de transporte



El fascinante mundo financiero y de las inversiones, encuentran en <http://www.bancolombia.com>

Altos Niveles de Inversión Extranjera Directa Siguen Fluyendo Flujos

IED según registros Balanza cambiaria

Fecha	Inversión Directa				
	IE en Colombia			Inversion Colombiana en el Exterior	Neto
	Total	Petroleo	Otros		
ene-07	516.27	289.56	226.71	-29.19	545.46
feb-07	322.74	344.92	-22.18	-10.85	333.58
mar-07	997.46	309.61	687.86	-19.30	1,016.76
abr-07	325.82	251.69	74.13	-3.52	329.34
may-07	829.00	560.14	268.86	-36.07	865.08
jun-07	631.38	551.23	80.15	-28.21	659.59
jul-07	586.85	410.47	176.38	-16.65	603.50
ago-07	431.20	350.64	80.57	-34.86	466.06
sep-07	554.54	310.07	244.47	-32.80	587.34
oct-07	533.99	360.26	173.73	-15.92	549.91
nov-07	452.18	343.55	108.63	-20.16	472.33
dic-07	587.48	432.38	155.10	-37.51	624.98
ene-08	1,162.17	513.00	649.17	12.38	1,149.79
feb-08*	458.57	351.23	107.34	-4.09	462.66
Var.Ene07-Ene08	125.11%	77.17%	186.34%	-142.41%	110.79%

Agudización
Crisis en
Estados
Unidos

Agudización
Crisis con
Venezuela

Fuente: Cálculos Bancolombia con base en datos del Banco de la República. Cifras en millones de US\$

* Datos al 22 de febrero.

Se Mantienen Flujos de Remesas
Siguen Fluyendo Flujos

Transferencias, Donaciones y Remesas

Fecha	USD Millones	Var. Año a Año
Ene-07	431.80	47.57%
Feb-07	350.90	18.27%
Mar-07	380.68	1.36%
Abr-07	367.60	15.02%
May-07	388.76	-6.22%
Jun-07	376.09	-5.14%
Jul-07	423.54	23.42%
Ago-07	474.30	28.74%
Sep-07	455.75	27.39%
Oct-07	494.74	42.86%
Nov-07	529.04	33.61%
Dic-07	562.51	37.61%
Ene-08	443.24	2.65%
Feb-08*	312.06	6.72%

**Agudización
Crisis en
Estados
Unidos**

Fuente: Banco de la República, Grupo Bancolombia

* Hasta el 22 de Febrero

Punto Segundo

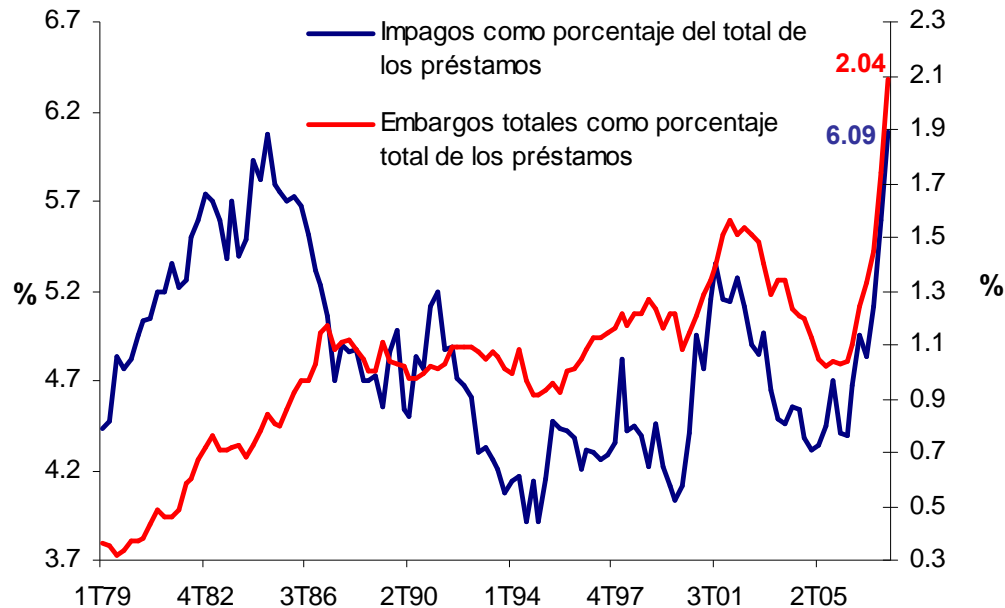
La crisis financiera y cuantificación de los daños

Pérdida de capitalización bursátil
Octubre/07 – Enero/08
USD

Indice	Market Cap	Market Cap
S&P 500	-16.6%	-2,344,639
Financials S&P	-29.33%	-831,300
Dow Jones	-14.4%	-647,865
Nasdaq	-20.57%	-971,002
BE500	-20.0%	-1,707,541
Promedio	-20.2%	-6,502,346



Evolución de los Impagos y Embargos



Fuente: Bloomberg

Tanto los impagos como los embargos como porcentaje total de los préstamos aumentaron pasando de 1.7% a 2.04% en el último trimestre y de 5.59% a 6.09% respectivamente. Teniendo en cuenta las dimensiones del mercado de bonos de deuda hipotecaria, estos aumentos en morosidad podrían representar 604USD mil millones en pérdidas que representan el 8.9% del mercado total.

Pérdidas totales del mercado de crédito y de seguros en EE.UU.

Mercado de préstamos no asegurados*			Mercado de Seguros*		
	Oferta	Pérdida Estimada		Oferta	Pérdida Estimada
Subprime	300	45	ABS	1100	210
Alt-A	600	30	ABS, CDO's	400	240
Prime	3800	40	Prime MBS	3800	0
Préstamos comerciales	2400	30	CMBS	940	210
Préstamos de consumo	1400	20	ABS de consumo	650	0
Préstamos corporativos	3700	50	Deuda Corporativa de alto nivel	3000	0
Préstamos de alto riesgo	170	10	Deuda corporativa de alto rendimiento	600	30
			CLOs	350	30
Total de Préstamos	12370	225	Total de seguros	10840	720
TOTAL PRÉSTAMOS Y EMISIÓN DE TÍTULOS				23210	
TOTAL PÉRDIDAS ESTIMADAS				945	
PARTICIPACIÓN DE LA PÉRDIDA ESTIMADA RESPECTO AL TOTAL				4.1%	

*Cifras en USD miles de millones

Fuente FMI: Global Financial Stability Report Abril 2008

El descenso de los precios de la vivienda y el aumento de la morosidad de las hipotecas podrían hacer que el total de pérdidas vinculadas al mercado de hipotecas residenciales y a las titularizaciones conexas sea de aproximadamente **USD565** mil millones, incluida la desvalorización prevista de los préstamos de alto riesgo. Si se suman otras categorías de préstamos originados y valores emitidos en Estados Unidos y vinculados a inmuebles comerciales, créditos de consumo y empresas, las pérdidas potenciales agregadas ascienden a alrededor de **USD945** mil millones.

Distribución de las pérdidas en el mercado global asociadas a la crisis *subprime*

	Bancos	Aseguradoras	Pensiones/Ahorros	Empresas Financiadas por el Gobierno	Otros (Hedge Funds)
Mercado de préstamos no asegurados	100 a 130	10 a 20	10 a 20	30 a 50	40 a 50
Perdidas estimadas en seguros	440 a 510	105 a 130	90 a 160	40 a 140	110 a 200
Total	540 a 640	115 a 150	90 a 180	70 a 190	150 a 250

Cifras en USD miles de millones

Fuente FMI: Global Financial Stability Report Abril 2008

Según cálculos del FMI, las mayores pérdidas asociadas a la crisis serán absorbidas por los bancos cuyas pérdidas podrían ubicarse entre los USD540 y los USD640 mil millones, seguidos por los *Hedge Funds* (USD150 a USD250 mil millones) y las aseguradoras (USD115 a USD150 mil millones).

Mercados de Renta Variable

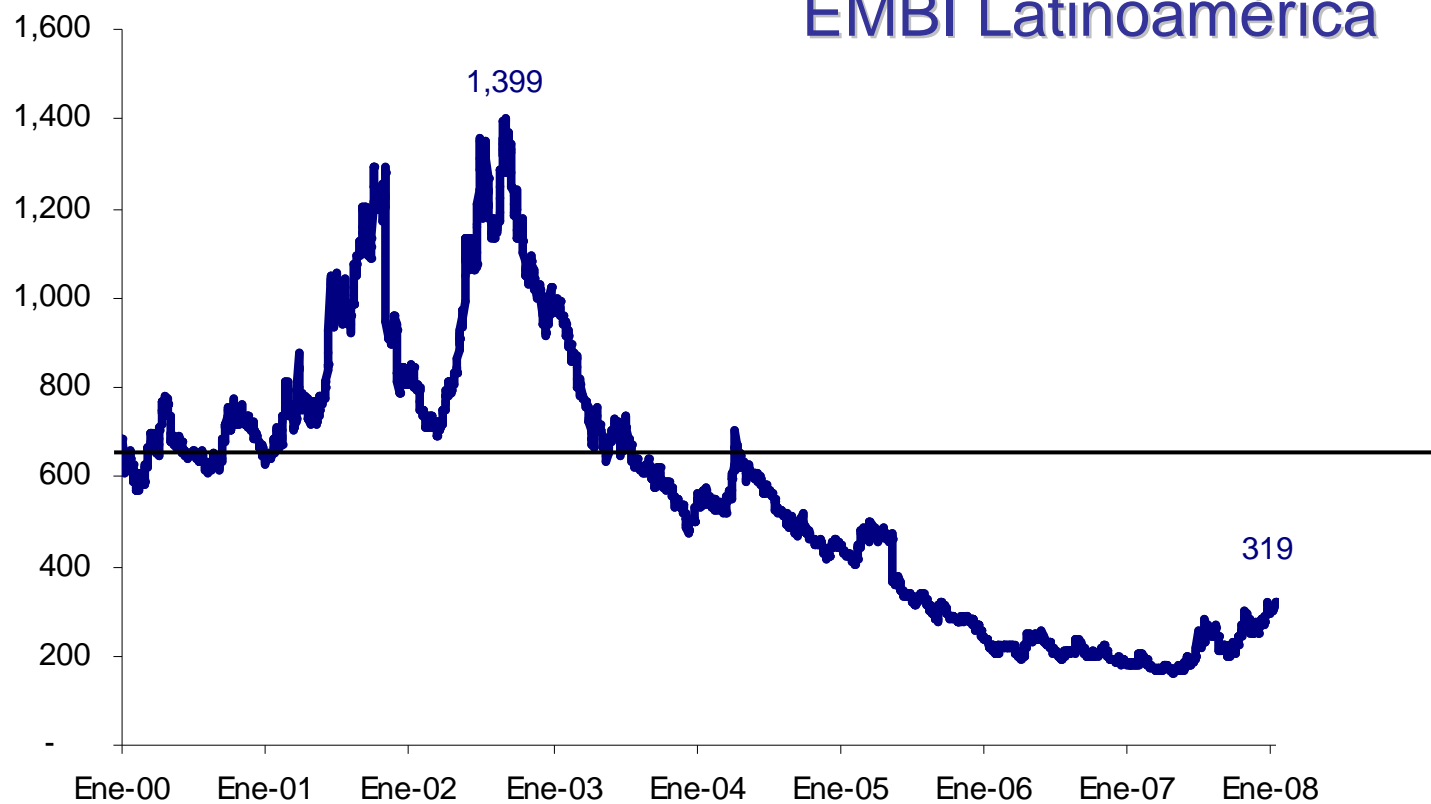
	INDICADOR	MARZO	YTD
EE.UU	DOW JONES (USA)	-0.03%	-7.55%
	NASDAQ (USA)	0.34%	-14.07%
	S&P500 (USA)	-0.60%	-9.92%
EUROPA	BE500 (EUROPA)	-3.83%	-15.65%
	DAX (ALEMANIA)	-3.16%	-18.99%
	FTSE (REINO UNIDO)	-3.10%	-11.69%
	CAC 40 (FRANCIA)	-1.74%	-16.16%
	MIB30 (ITALIA)	-5.60%	-17.26%
	SPI (SUIZA)	-3.67%	-13.92%
ASIA	NIKKEI (JAPÓN)	-7.92%	-18.18%
	S&P50 (EMERG. ASIA)	-3.18%	-10.56%
AMERICA LATINA	BOVESPA (BRASIL)	-3.97%	-4.57%
	MERVAL (ARGENTINA)	-2.70%	-2.23%
	MEXBOL (MÉXICO)	6.90%	4.66%
	IPSA (CHILE)	2.30%	-4.91%
	IGBC (COLOMBIA)	-2.37%	-16.09%

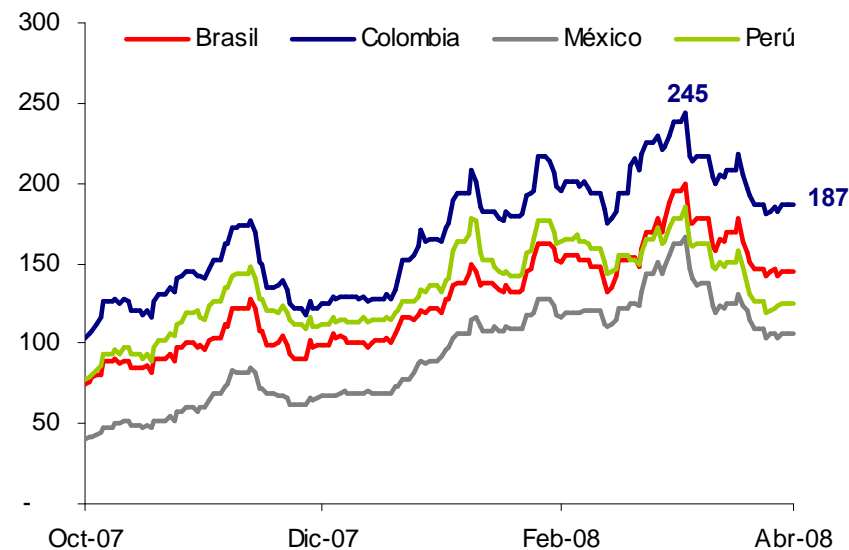
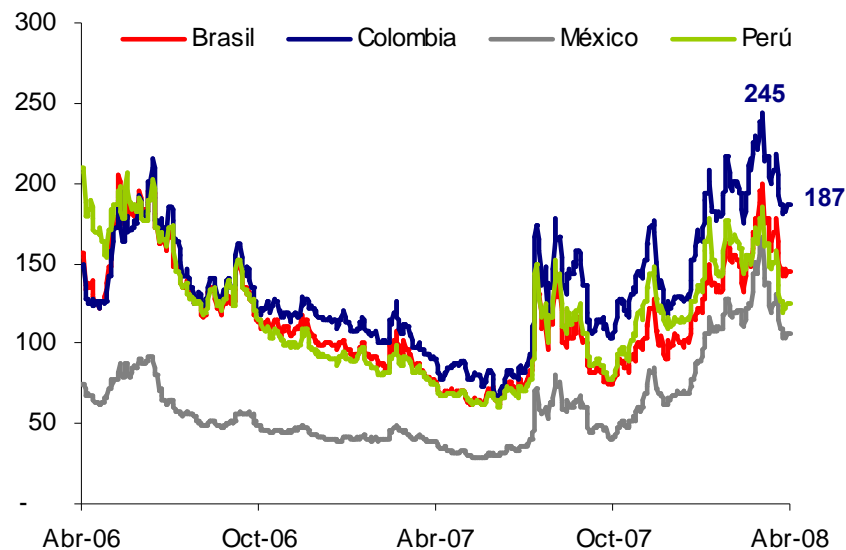
	Utilidad Neta		
	2006	2007	Var%
Ecopetrol	3.391.373	5.176.394	52,6%
Cemargos	152.951	212.036	38,6%
Chocolates	177.097	244.292	37,9%
Bancolombia	829.488	1.086.923	31,0%
ISA	150.521	196.116	30,3%
ETB	185.706	240.789	29,7%
Grupo Aval	260.855	320.818	23,0%
ISAGEN	170.582	207.895	21,9%
Tablemac	13.631	15.711	15,3%
Inverargos	152.688	173.626	13,7%
Éxito	123.176	130.992	6,3%
Mineros	38.323	40.495	5,7%
Corficol	109.878	106.251	-3,3%
Fabricato	41.301	35.605	-13,8%
Suramericana	333.520	249.498	-25,2%
Colinvers	123.560	41.051	-66,8%
APDR	95.431	6.320	-93,4%

Cifras en Millones de Pesos

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia.

EMBI Latinoamérica

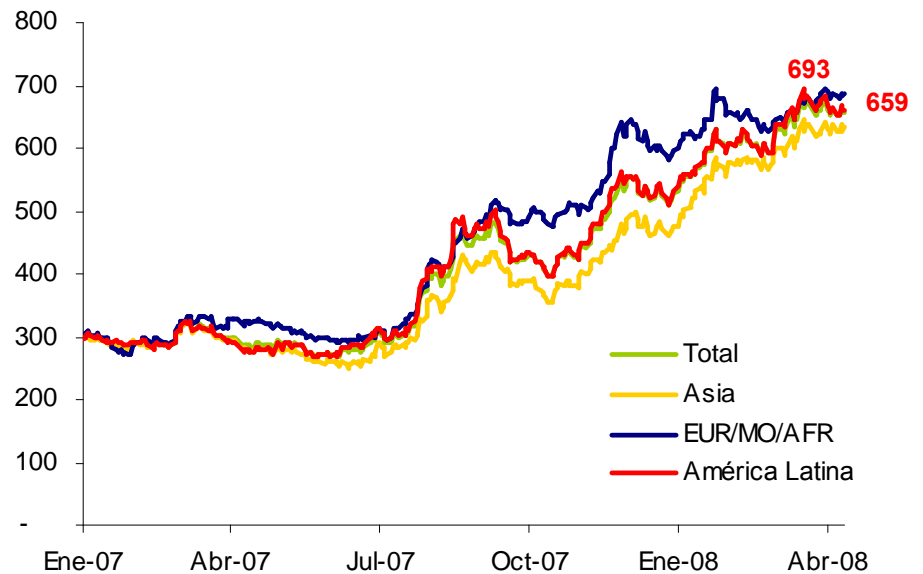
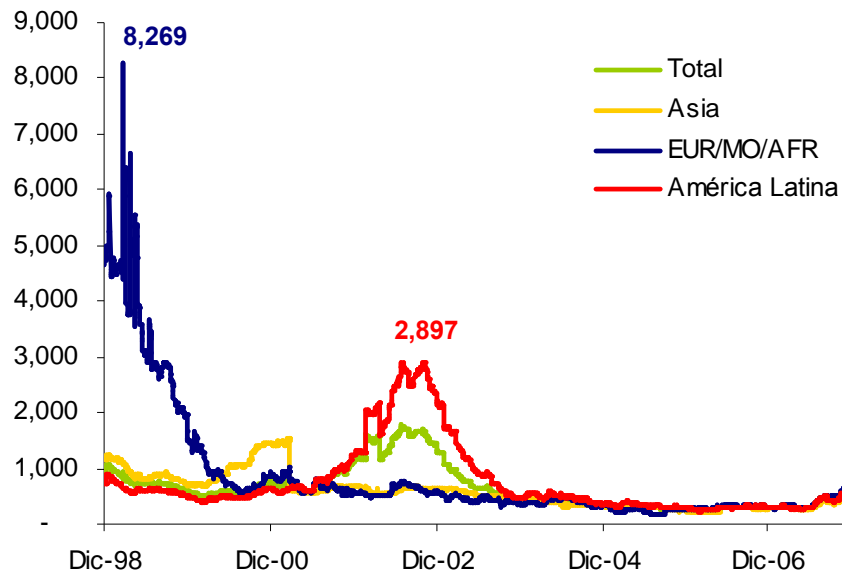




País	14-Abr-08
Brasil	146
Colombia	187
México	106
Perú	125

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con base en información de Bloomberg

Spreads deuda corporativa Emergentes – América Latina

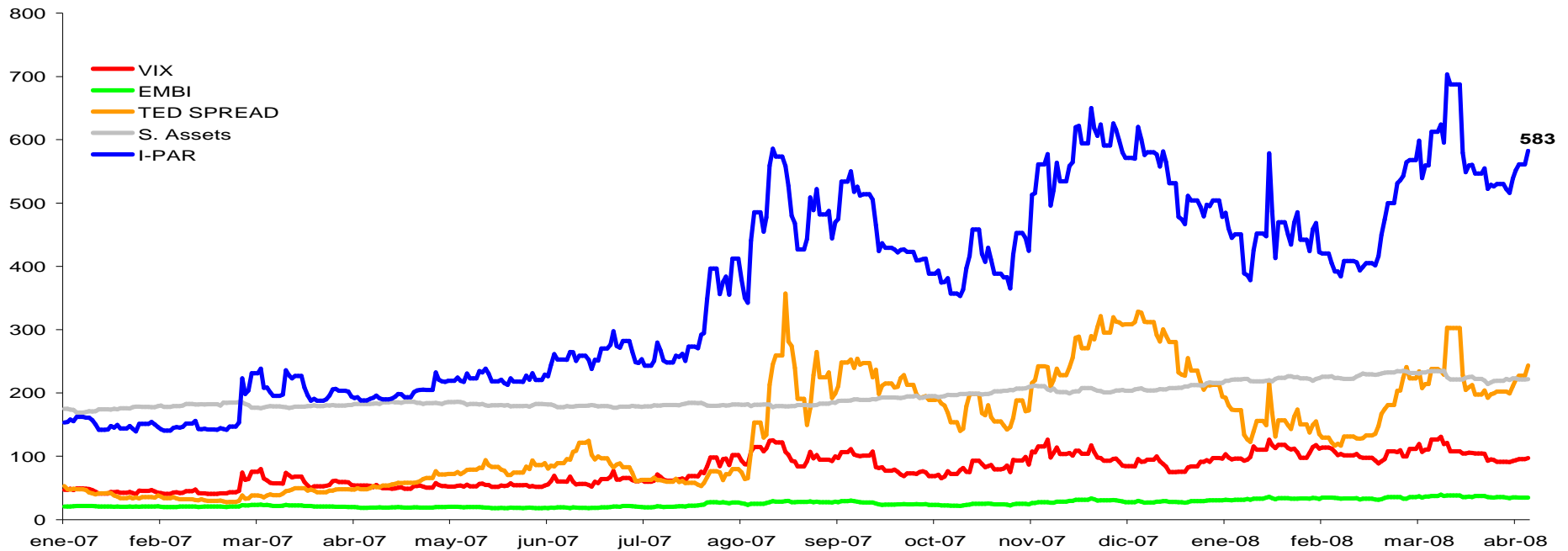


Calificación	30-Jun-07	11-Abr-08	Var.
Asia	286	636	350
Eur/MO/Afr	310	685	376
AL	312	659	347
Total	305	658	353

Calificación	Máx. hasta el 30-jun-07	Máx. desde el 01-jul-08
Asia	1551	644
Eur/MO/Afr	8269	696
AL	2912	693
Total	1774	679

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con base en información de Merrill Lynch

Indice de Percepción Agregada de Riesgo I-PAR



Matriz de Correlaciones a 90 días Vs I-PAR con corte al 14-Abr-08

	COP	BRL	MXN	CLP	DJIA	SP500	TES JUL20
I-PAR	-0,6177	-0,3934	-0,3550	-0,7260	-0,3005	-0,5403	0,6532

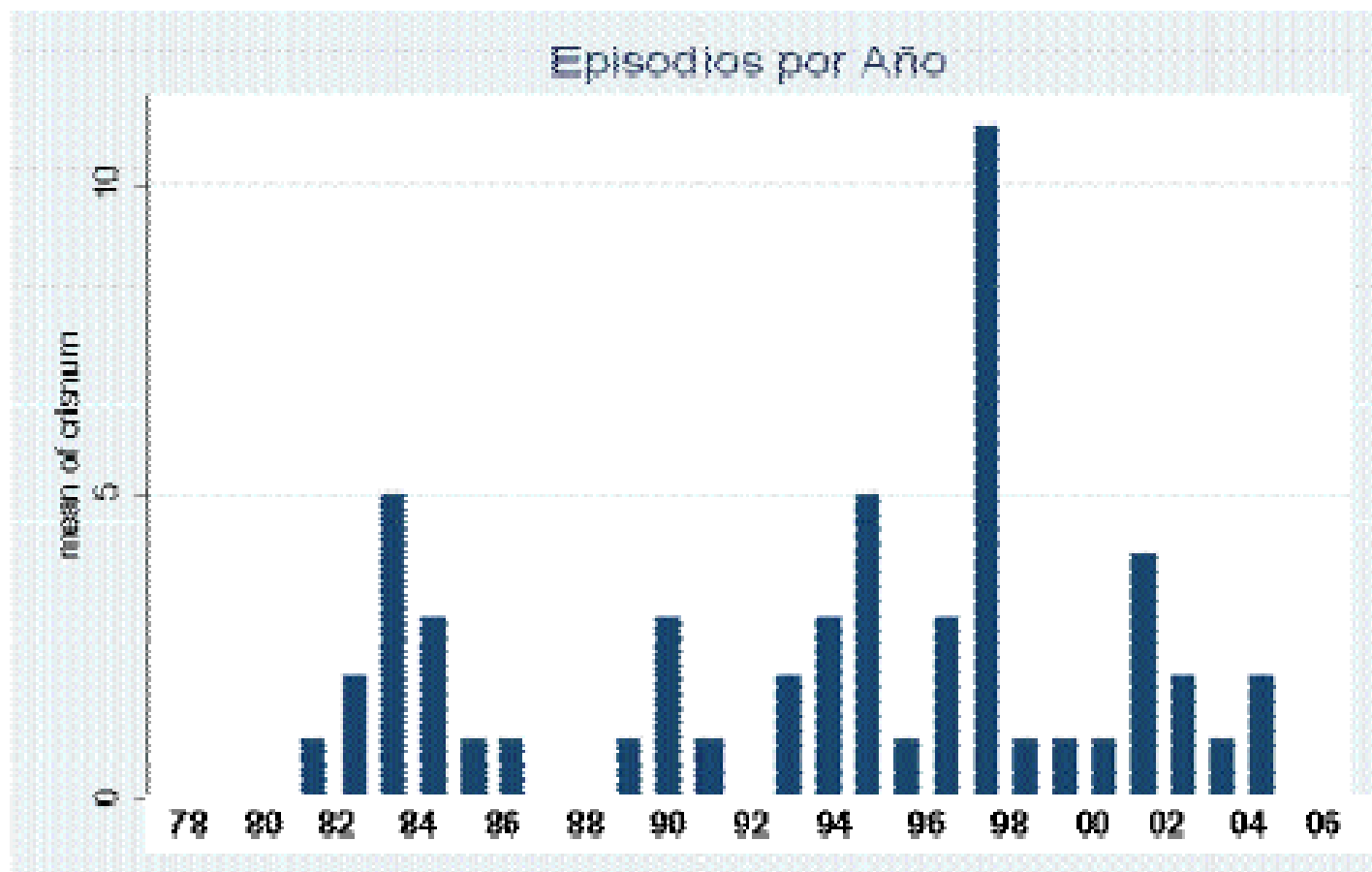
Matriz de correlaciones Históricas vs I-PAR con corte al 14-Abr-08

	COP	BRL	MXN	CLP	DJIA	SP500	TES JUL20
I-PAR	0,166	0,3055	0,3162	0,1867	-0,0237	-0,3199	0,6835

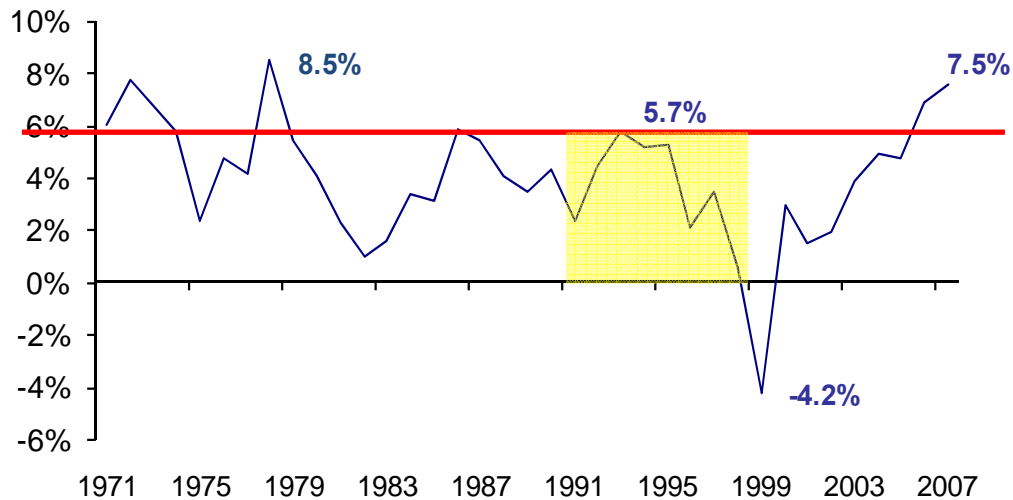
Punto Tercero

La economía colombiana y su preparación para afrontar el contexto externo

Episodios de “crisis” por año 1978-2006

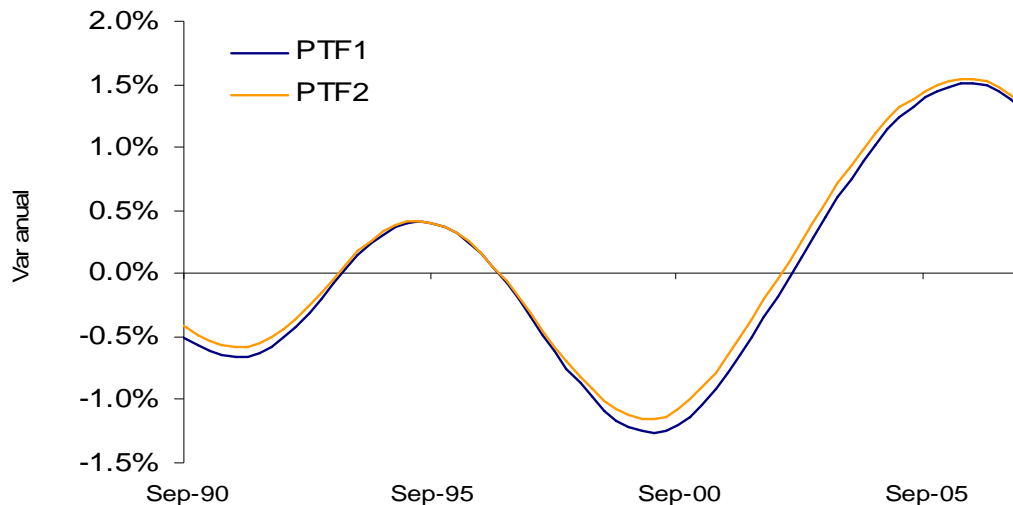


Fuente: Cálculos propios a partir de Institute for International Finance (IIF).



Crecimiento de Colombia

- Tasas de crecimiento históricamente altas
- Mayor tasa de inversión y ganancias en productividad
- Un entorno externo favorable y una estructura económica más sólida son las causas de la expansión reciente



Crecimiento Sectorial

	1993-1997	2002-2007
Agricultura	2.9%	1.9%
Minería	5.5%	3.6%
Industria	0.7%	6.6%
Electricidad, gas y agua	5.8%	2.7%
Construcción	5.3%	13.0%
Comercio	4.4%	7.2%
Transporte	5.3%	6.1%
Servicios financieros y empresariales	8.1%	4.2%
Servicios sociales	7.4%	1.6%
PIB	4.3%	4.8%

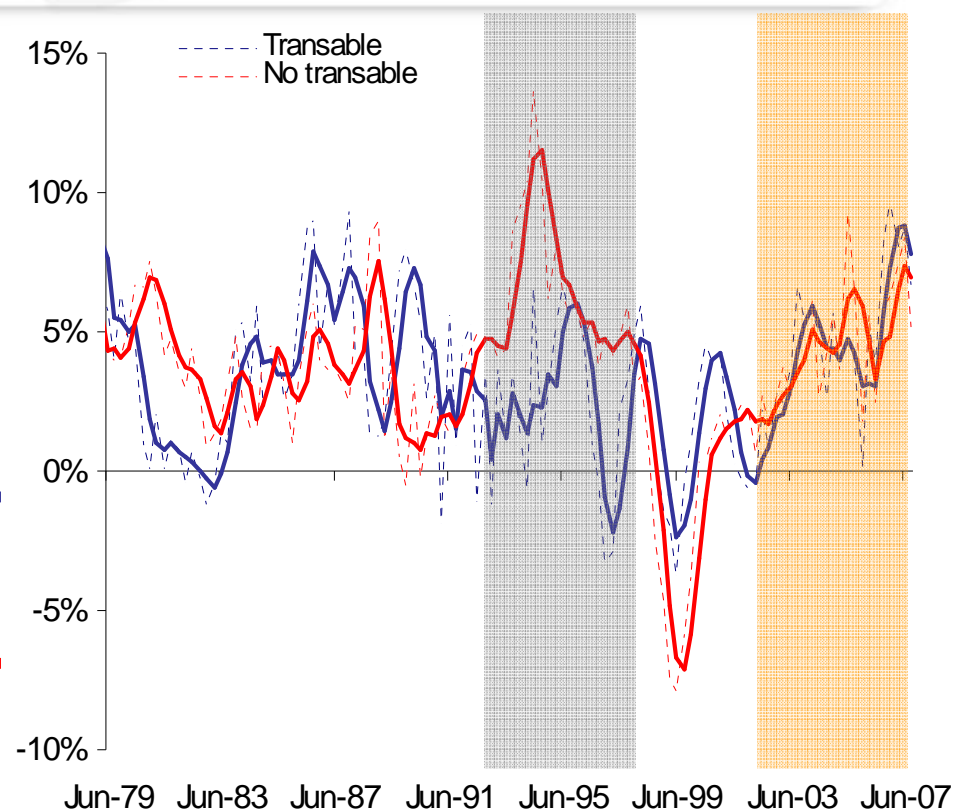


Tabla 1 Crecimiento 2008

RUBRO	Crecimiento 2006	Crecimiento 2007	Crecimiento 2008
Producto Interno Bruto	6.8%	7.5%	5.3%
Importaciones totales	20.8%	16.5%	14.5%
Total oferta final	9.5%	9.4%	7.3%
Consumo final	5.5%	6.4%	4.6%
Hogares	6.6%	7.3%	5.3%
Gobierno	2.1%	3.2%	2.0%
Formación bruta de capital	26.9%	21.4%	12.8%
Subtotal: demanda interna	9.8%	9.9%	6.7%
Exportaciones totales	7.8%	7.1%	11.0%
Total demanda final	9.5%	9.4%	7.3%

Fuente: Bancolombia con datos del DANE

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con datos del DANE

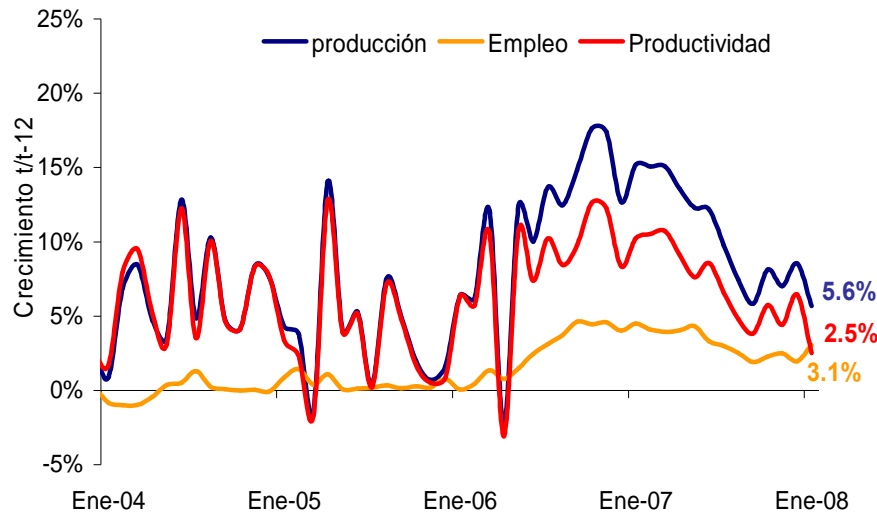
Crecimiento del PIB

Sector	2006	2007
Agropecuario	2.3%	2.6%
Minería	0.1%	4.6%
Electricidad, gas y agua	3.0%	2.3%
Industria	10.8%	10.6%
Construcción	14.8%	13.3%
Comercio	11.1%	10.4%
Transporte	10.3%	12.5%
Financieros y servicios a las empresas	1.4%	8.3%
Sociales	2.2%	3.1%
PIB	6.8%	7.5%

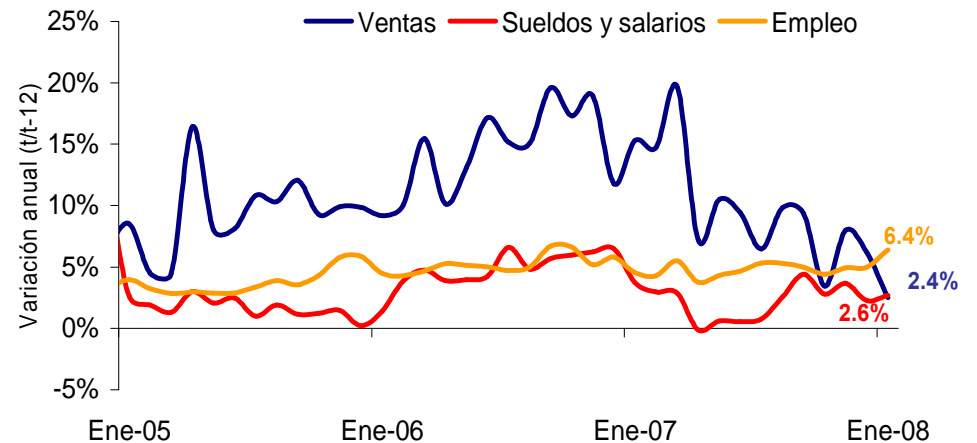
- Con los datos conocidos se espera que la economía haya crecido 8.16% en 2007T4
- Así, durante 2007 el PIB creció 7.52%, superior al 6.8% de 2006, aunque ya en una fase del ciclo diferente
- **La inversión se mantuvo como el rubro más dinámico y habría llegado al 27.6% del PIB, superior al 24.6% de 2006**
- El sector externo se comportó se habría comportado mejor que lo esperado inicialmente

Actividad económica Colombia

Producción, empleo y productividad Industrial

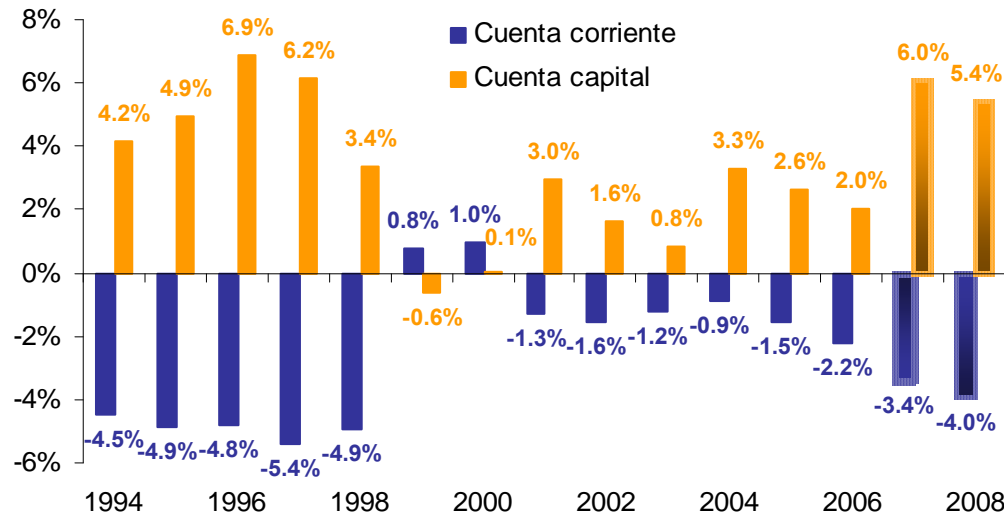


Ventas, Salarios y Empleo Comercio Minorista



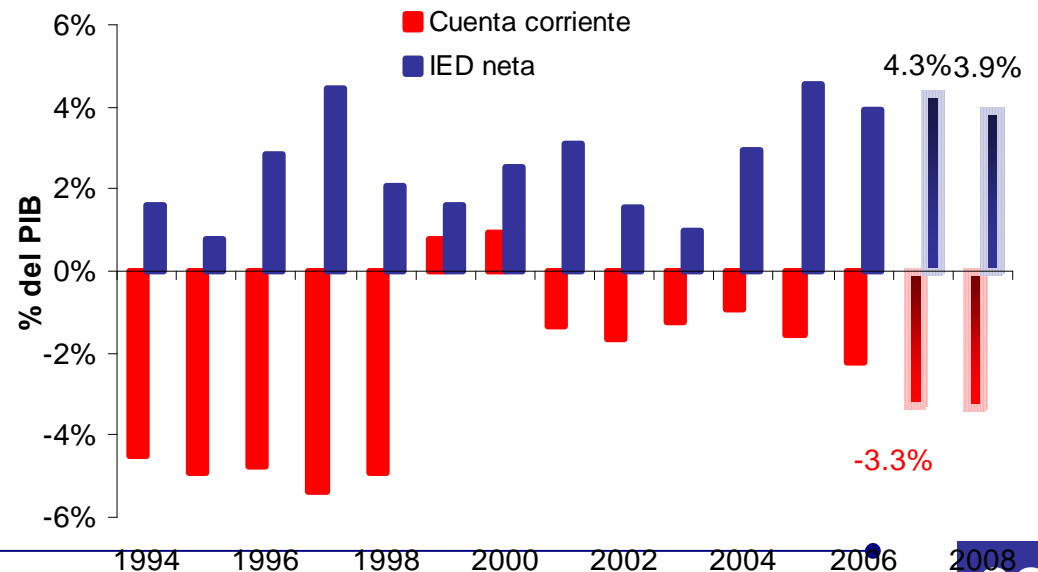
- La producción industrial creció 5.68% en enero 2008, inferior al 12.7% de enero 2007. Es el registro más bajo desde abril de 2006.
- La mayor contribución negativa fue del sector de vehículos cuya producción cayó 41.54% y las ventas reales 32.19%.
- La brecha producción-productividad se mantiene amplia, señal de presiones inflacionarias.
- Las ventas reales del comercio minorista aumentaron 2.4%, el registro mas bajo desde abril de 2004 e inferior al 15.3% de enero 2007.
- Las ventas de alimentos cayeron 3.2%, las de vehículos aumentaron 3.7% y las de electrodomésticos 4.5%.

Balanza de Pagos (%PIB)



Vulnerabilidad Externa

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con datos del BR



Importaciones Colombia Importaciones Enero

Concepto	2007	2008	Variación
Total	2,306	2,937	27.4%
Consumo	434	547	26.0%
Materias primas	1,084	1,321	21.8%
Bienes de capital	787	1,067	35.6%

Fuente: Grupo Bancolombia con datos del DANE

Cifras en USD millones CIF

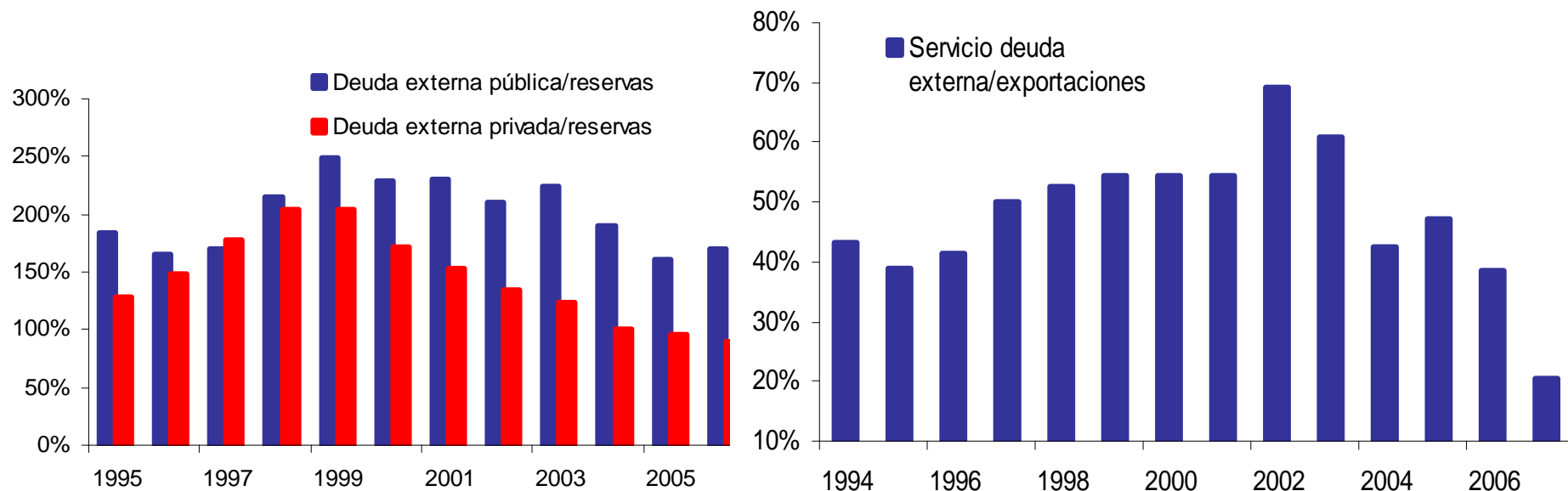
- Durante enero las compras al exterior se aceleraron, especialmente las relacionadas con bienes de capital y bienes de consumo no duradero.
- Las importaciones de vehículos aumentaron 25%, inferior al 38.4% de todo el 2007.
- Las compras a EE.UU aumentaron 40.3%, a México 23%, a China 60% y a Brasil cayeron 2.1%.
- China asciende a ser el segundo proveedor de Colombia, desplazando a México y Brasil.

Exportaciones a Venezuela (USD miles)

Concepto	Enero			Año completo	
	2007	2008	Var %	2007 USD	2007 var
Animales y sus productos	44.367	67.540	52.2%	585.884	65.30%
Vegetales	4.365	5.548	27.1%	91.935	153.50%
Café, te y especias	0.120	0.428	255.4%	2.248	68.35%
Alimentos, bebidas y tabaco	16.600	22.042	32.8%	302.317	30.91%
Combustibles	1.227	0.631	-48.5%	11.517	13.92%
Productos químicos	17.969	33.261	85.1%	388.231	40.26%
Materias plásticas	14.739	21.225	44.0%	242.762	46.93%
Cueros y productos	2.856	20.569	620.3%	261.300	388.12%
Papel y sus manufacturas	13.400	23.958	78.8%	265.167	98.81%
Textiles	6.307	28.547	352.6%	245.360	132.07%
Confecciones	14.141	93.476	561.1%	842.193	241.40%
Perlas y piedras preciosas	0.537	3.699	589.0%	17.277	283.08%
Fundición, hierro y acero	2.053	2.122	3.4%	25.271	19.34%
Metales y sus manufacturas	5.954	13.459	126.0%	138.305	69.86%
Maquinaria eléctrica	15.330	20.067	30.9%	197.416	78.76%
Vehículos	43.611	14.426	-66.9%	983.068	71.52%
Demás grupos de productos	26.060	57.026	118.8%	581.522	99.21%
TOTAL	229.786	436.908	90.1%	5210.332	92.90%

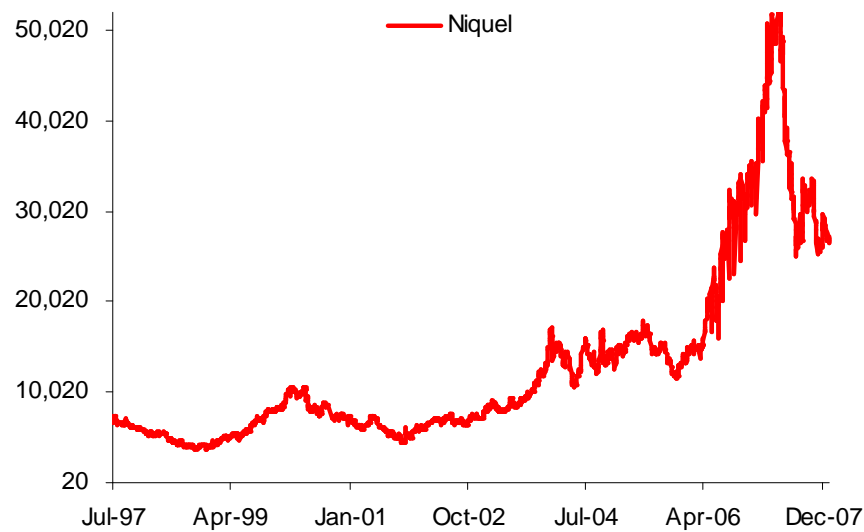
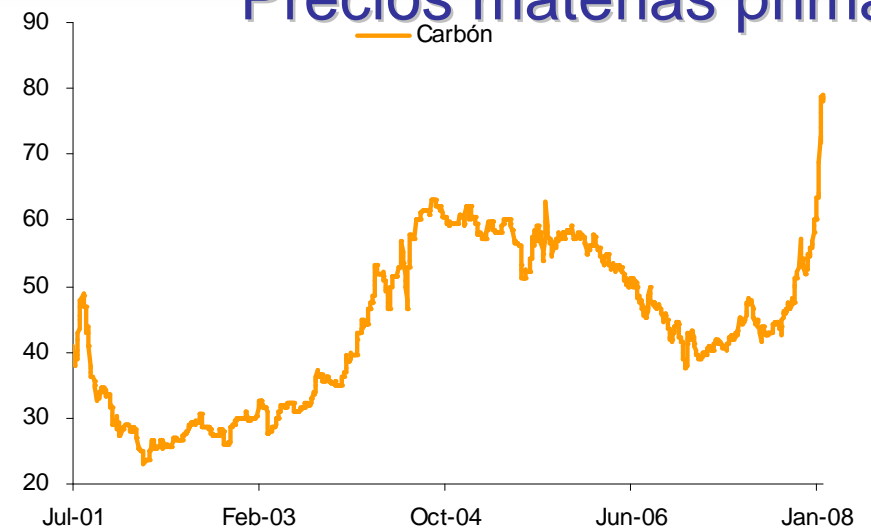
Fuente: Grupo Bancolombia con datos del DANE

Deuda Externa



Fuente: Cálculos Bancolombia

Precios materias primas

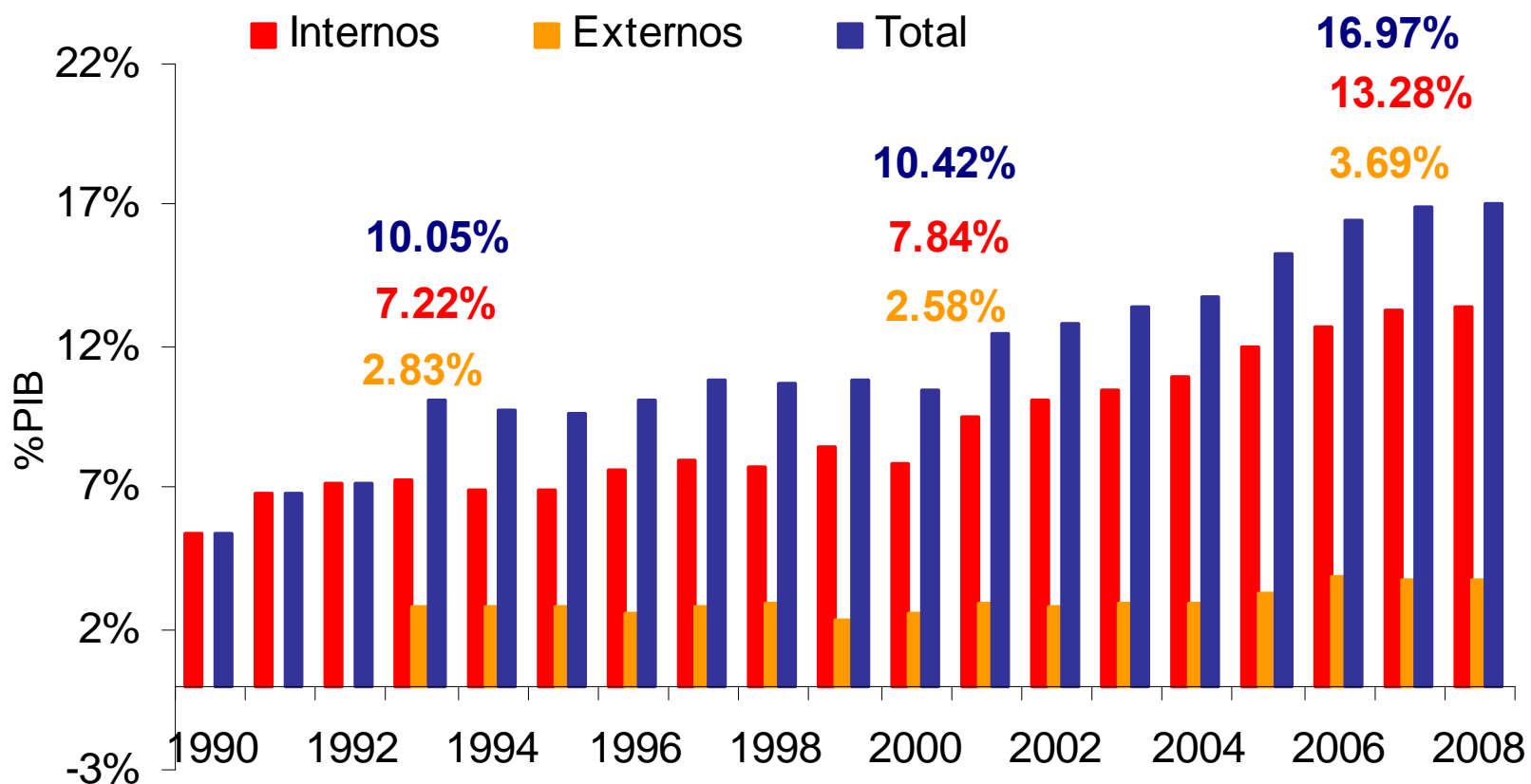


Flujo neto de inversión extranjera directa en Colombia según actividad económica

Flujos de inversión extranjera directa en Colombia según actividad económica Millones de USD

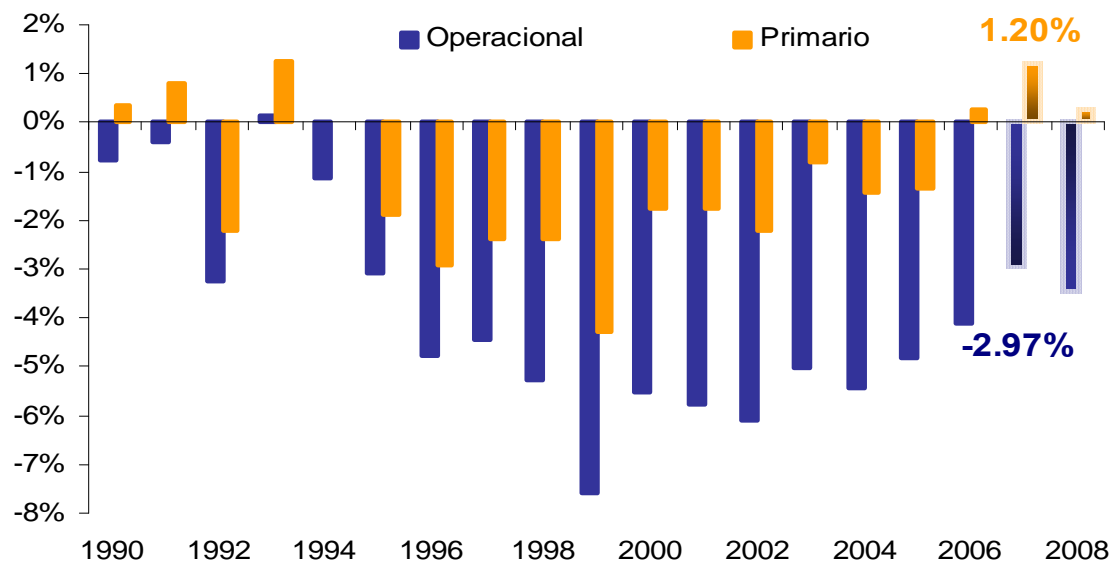
AÑOS	TOTAL	Sector petrolero		Subtotal Resto de sectores		Agricultura, Caza, Silvicultura Y Pesca		Minas y Canteras (incluye carbón)		Manufactureras	
1994	1.446	135	9,3%	1.312	91%	21	1,5%	47	3,3%	536	37,1%
1995	968	151	15,6%	817	84%	-2	-0,2%	-65	-6,7%	521	53,8%
1996	3.112	778	25,0%	2.333	75%	37	1,2%	51	1,6%	731	23,5%
1997	5.562	382	6,9%	5.180	93%	12	0,2%	302	5,4%	514	9,2%
1998	2.829	92	3,2%	2.737	97%	24	0,8%	-6	-0,2%	785	27,7%
1999	1.508	-511	-33,9%	2.019	134%	30	2,0%	464	30,8%	505	33,5%
2000	2.436	-384	-15,8%	2.820	116%	0	0,0%	507	20,8%	556	22,8%
2001	2.542	521	20,5%	2.021	80%	12	0,5%	524	20,6%	261	10,3%
2002	2.134	449	21,0%	1.685	79%	-5	-0,2%	466	21,8%	308	14,4%
2003	1.720	278	16,2%	1.443	84%	8	0,5%	627	36,5%	289	16,8%
2004	3.016	495	16,4%	2.521	84%	3	0,1%	1.246	41,3%	188	6,2%
2005	10.240	1.125	11,0%	9.116	89%	6	0,1%	2.157	21,1%	5.518	53,9%
2006	6.464	1.803	27,9%	4.661	72%	8	0,1%	1.783	27,6%	803	12,4%
31-mar-07	2.011	645	32,1%	1.366	68%	12	0,6%	10	0,5%	850	42,3%
30-jun-07	2.126	1.223	57,5%	903	42%	1	0,0%	-74	-3,5%	168	7,9%
30-sep-07	2.389	767	32,1%	1.622	68%	10	0,4%	552	23,1%	334	14,0%

Recaudo Anual



Fuente: Cálculos Bancolombia con datos Min Hacienda

Déficit GNC como % del PIB



Balance fiscal GNC-SPC

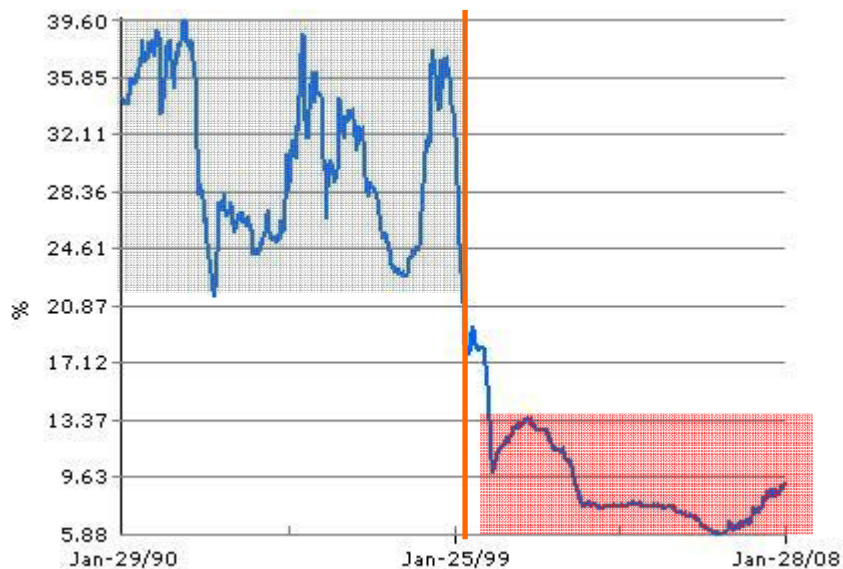
Rubro	2006 % PIB	2007pr % PIB	2008pr % PIB
Ingresos Totales	17.6%	18.0%	18.7%
Ingresos Corrientes	16.0%	16.5%	16.4%
Ingresos Tributarios	16.0%	16.4%	16.4%
Ingresos no Tributarios	0.1%	0.1%	0.1%
Fondos Especiales	0.2%	0.1%	0.2%
Ingresos de Capital	1.3%	1.4%	2.1%
Ingresos Causados	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos Totales	21.7%	21.2%	21.8%
Déficit/Superávit Total GNC	-4.1%	-3.2%	-3.1%
CRSF*	0.3%	0.3%	0.3%
Déficit a financiar GNC	-4.4%	-3.5%	-3.4%
Déficit/Superávit Total SPNF	-1.0%	-1.0%	-1.6%
Déficit/Superávit Total SPC	-0.9%	-0.8%	-1.3%

*: Costos de restructuración del sistema financiero

Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con datos del CONFIS y BR

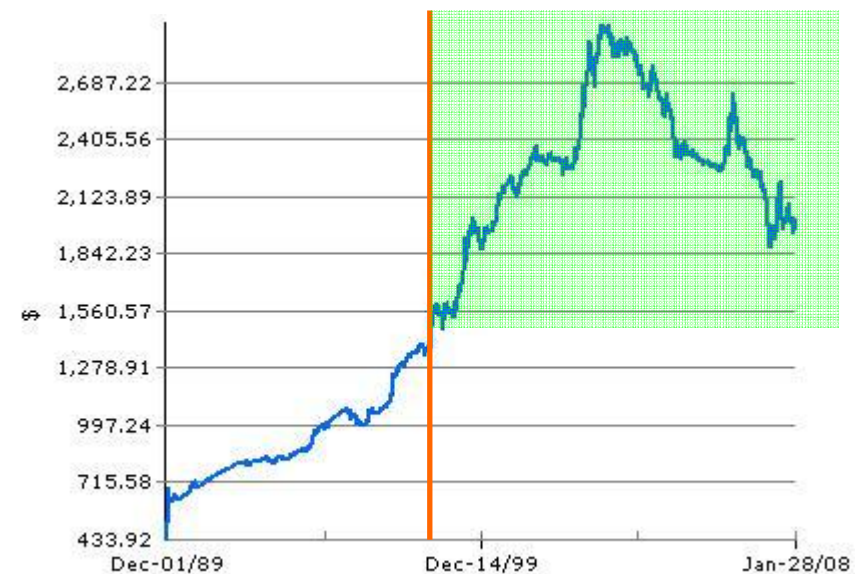
Inflación Objetivo y Tasa de Cambio Flexible

Tasa de Interés



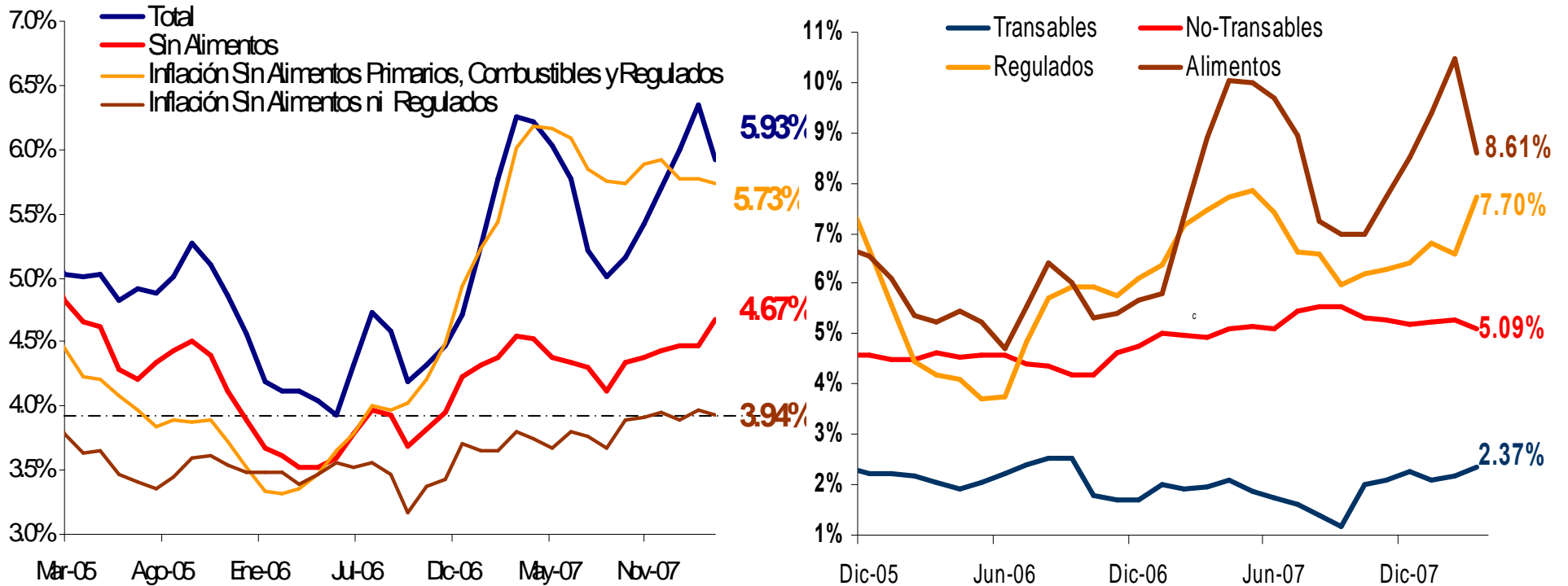
Fuente: Grupo Bancolombia

Tasa de Cambio



Fuente: Grupo Bancolombia

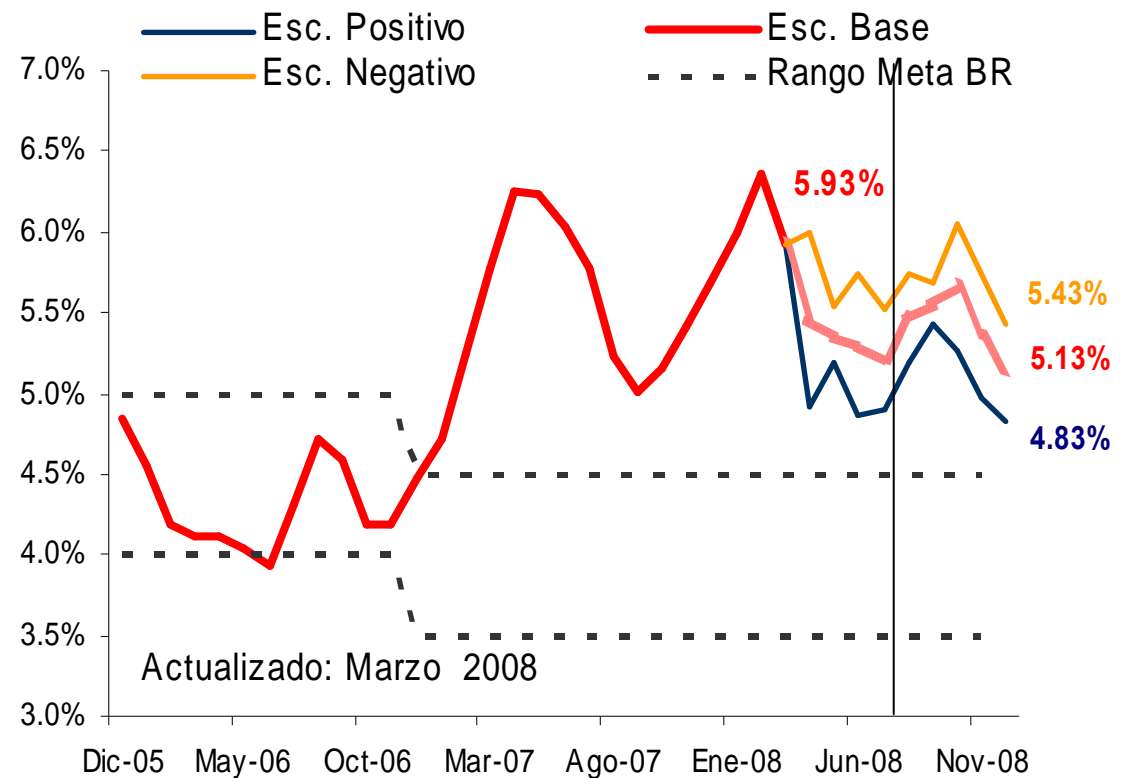
Inflación Marzo 2008



Fuente: Cálculos Bancolombia con datos del DANE

Inflación: Consolidando un escenario negativo

Inflación		
Mes	Total	Básica
Mar-06	4.11%	3.62%
Jun-06	3.94%	3.59%
Sep-06	4.58%	3.94%
Dic-06	4.48%	3.94%
Mar-07	5.78%	4.38%
Jun-07	6.03%	4.38%
Sep-07	5.01%	4.12%
Dic-07	5.69%	4.43%
Mar-08 py	5.93%	4.67%
Jun-08 py	5.30%	4.64%
Sep-08 py	5.56%	4.61%
Dic-08 py	5.13%	4.53%
Mar-09 py	4.84%	4.31%



Fuente: Cálculos Bancolombia.

Inflación Implícita

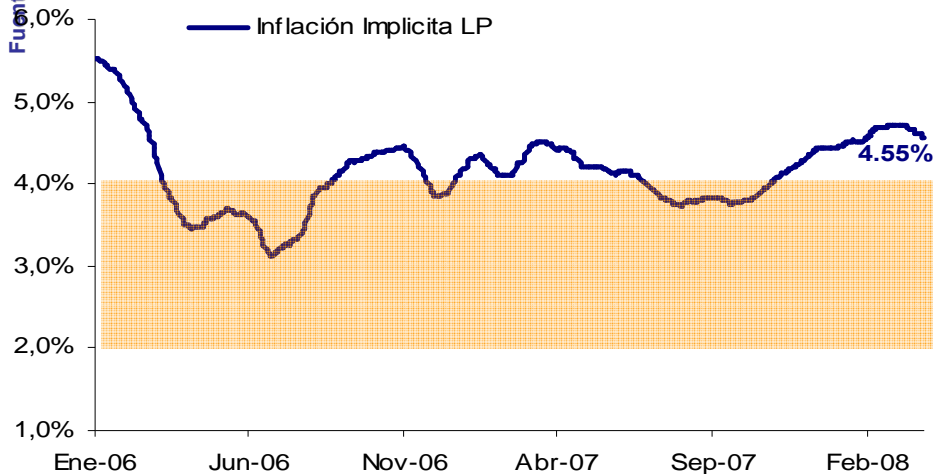
Mercado de TES

Inflaciones Implícitas

Con base en el pronóstico de inflación para 2008 del BR que es 4.70%, la inflación implícita descontada por la curva de TES a tasas de mercado es **4.95%** promedio.

Referencias	Pronóstico IE&E dic-08	Pronóstico BR dic-08	Diferencial Curva Cero Cupón TF Vs. UVR
22-ago-08	5,09%	4,89%	6,06%
14-may-09	4,64%	4,44%	6,05%
10-jul-09	6,07%	5,87%	6,03%
24-nov-10	4,82%	4,62%	5,80%
28-oct-15	5,01%	4,80%	5,23%
24-jul-20	5,28%	5,08%	5,15%

Inflaciones Implícitas Largo Plazo



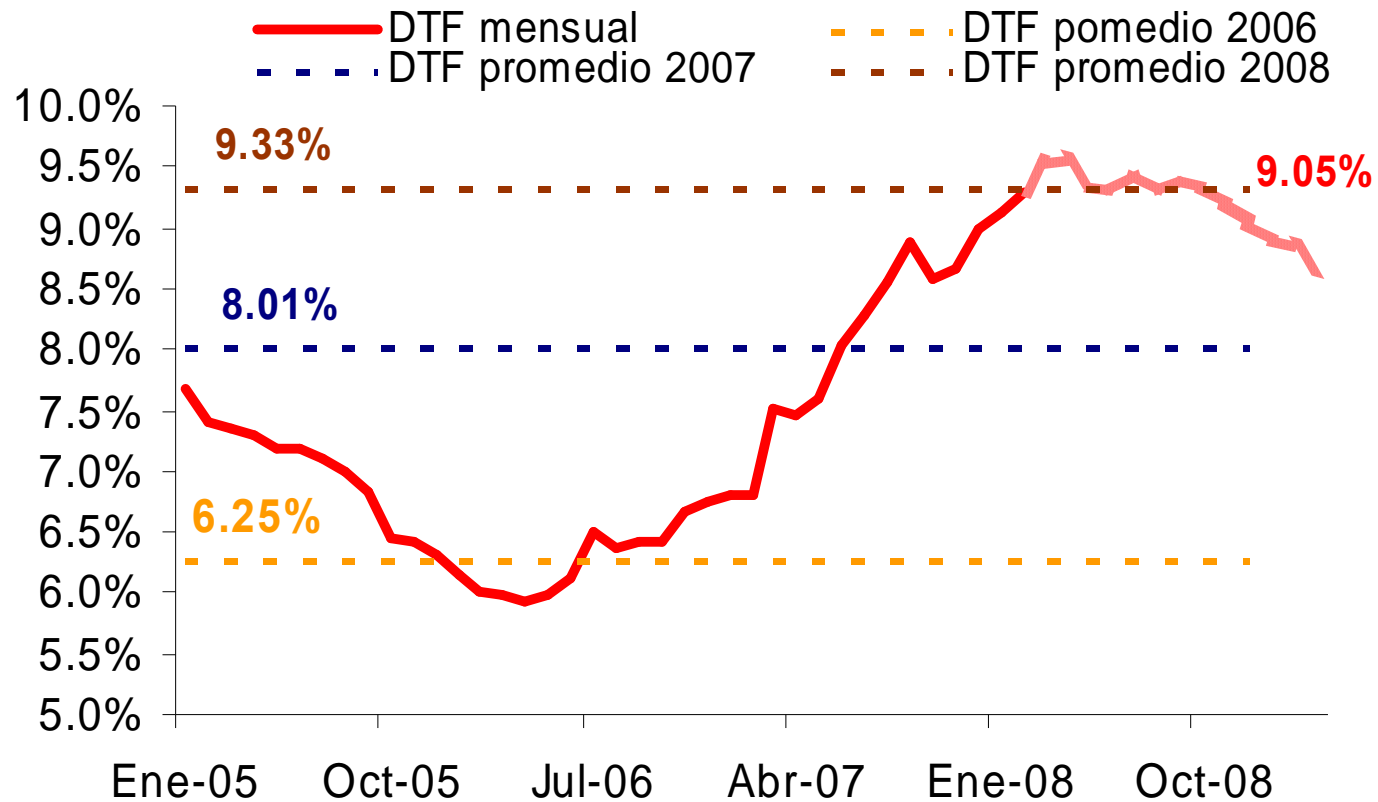
Con una inflación 12 meses para febrero muy cercana al 6%, el mercado de TES podría empezar a descontar un incremento adicional en la tasa de referencia del BR y a su vez menores inflación en el largo plazo.



Aumenta las posibilidades de un aplanamiento de la curva de TES hacia final de marzo

Fuente: Cálculos Bancolombia.

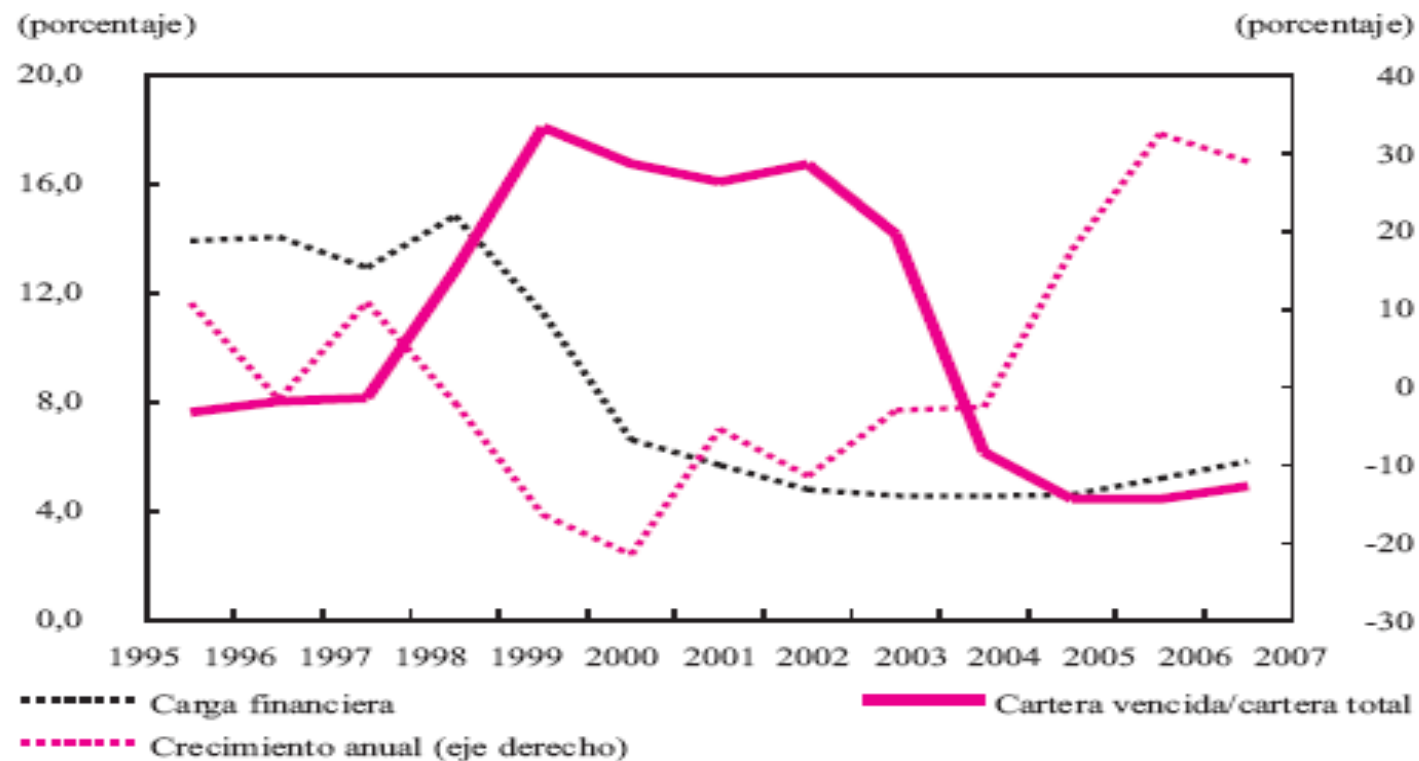
Expectativas Tasas de interés



Fuente: Cálculos Bancolombia.

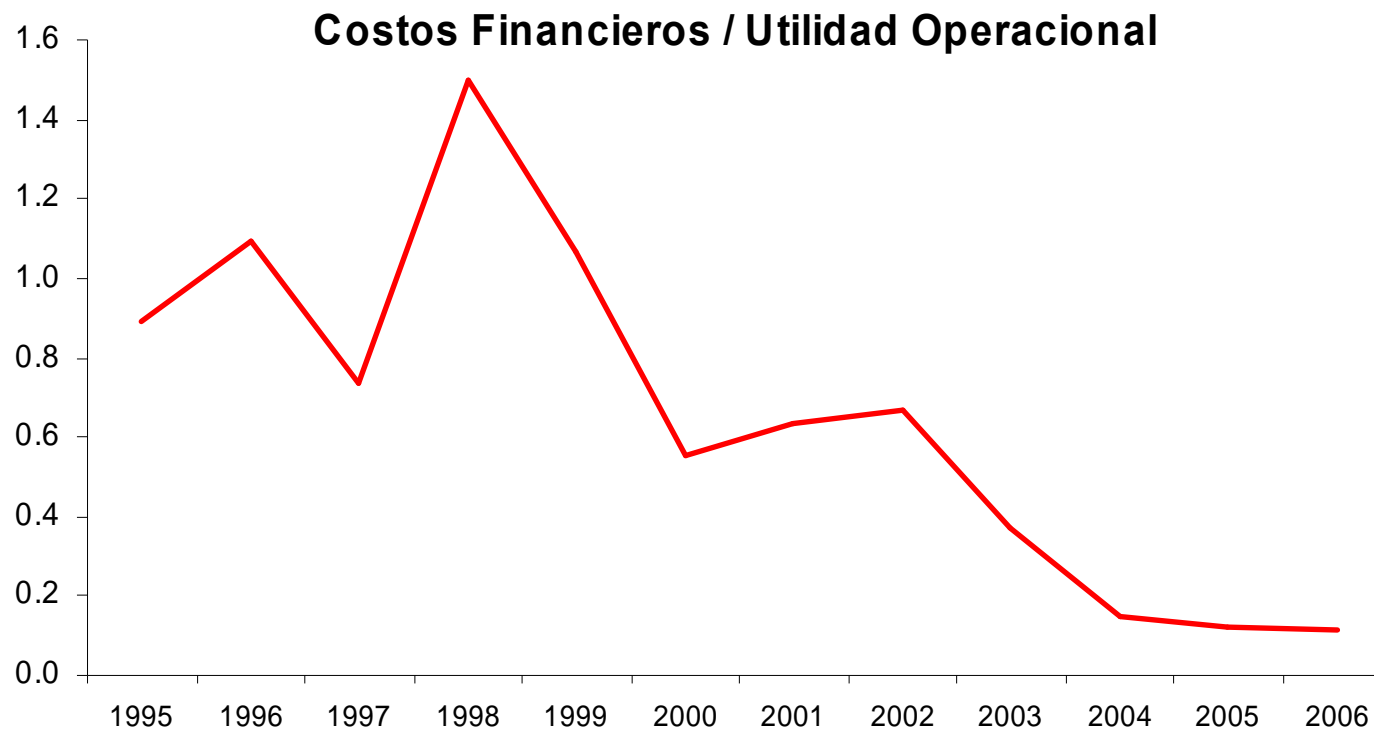
Menor Carga Financiera de los Hogares

CARGA FINANCIERA, CALIDAD Y CRECIMIENTO DE LA CARTERA DE LOS HOGARES



Fuente: DANE y Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

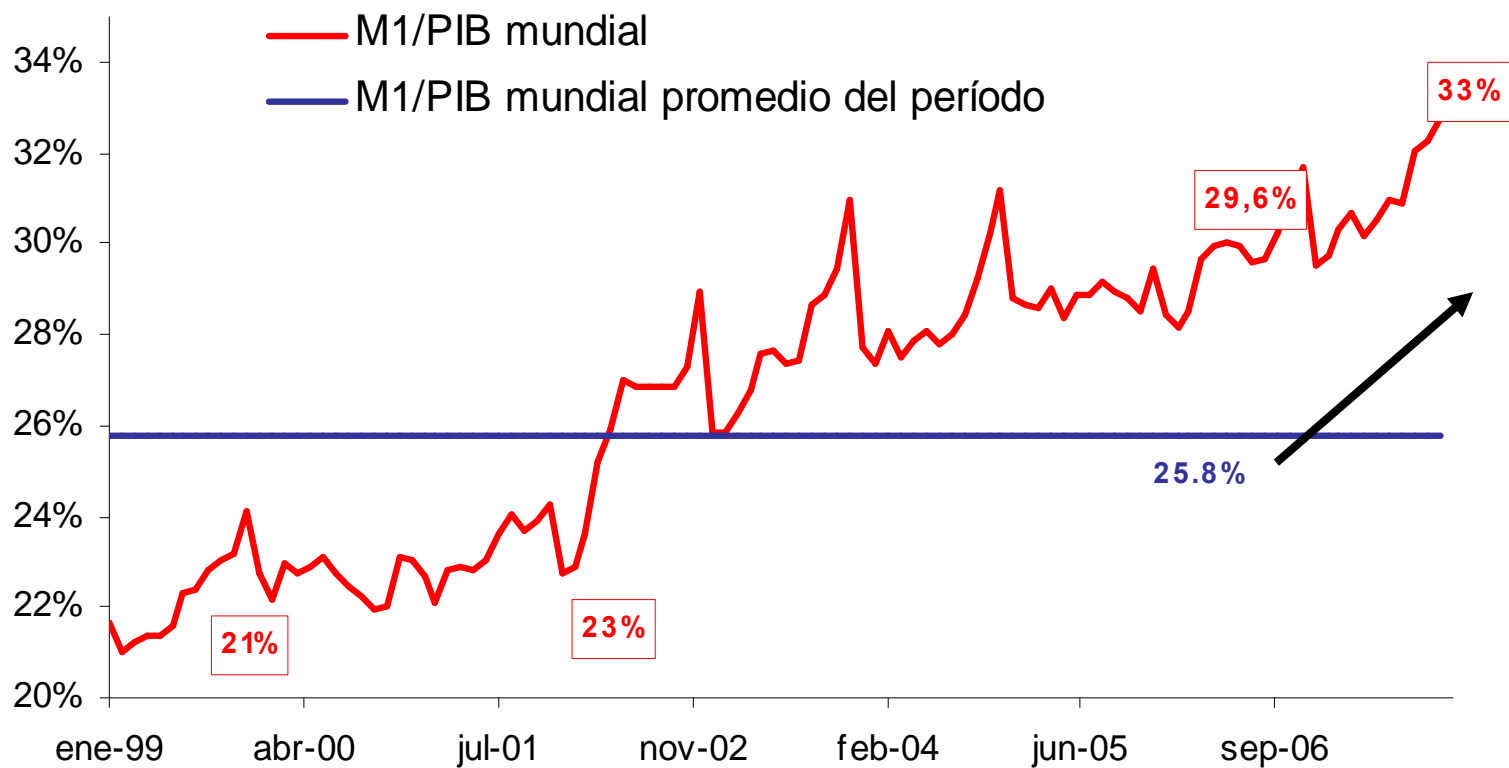
Menor Apalancamiento y Vulnerabilidad Empresas



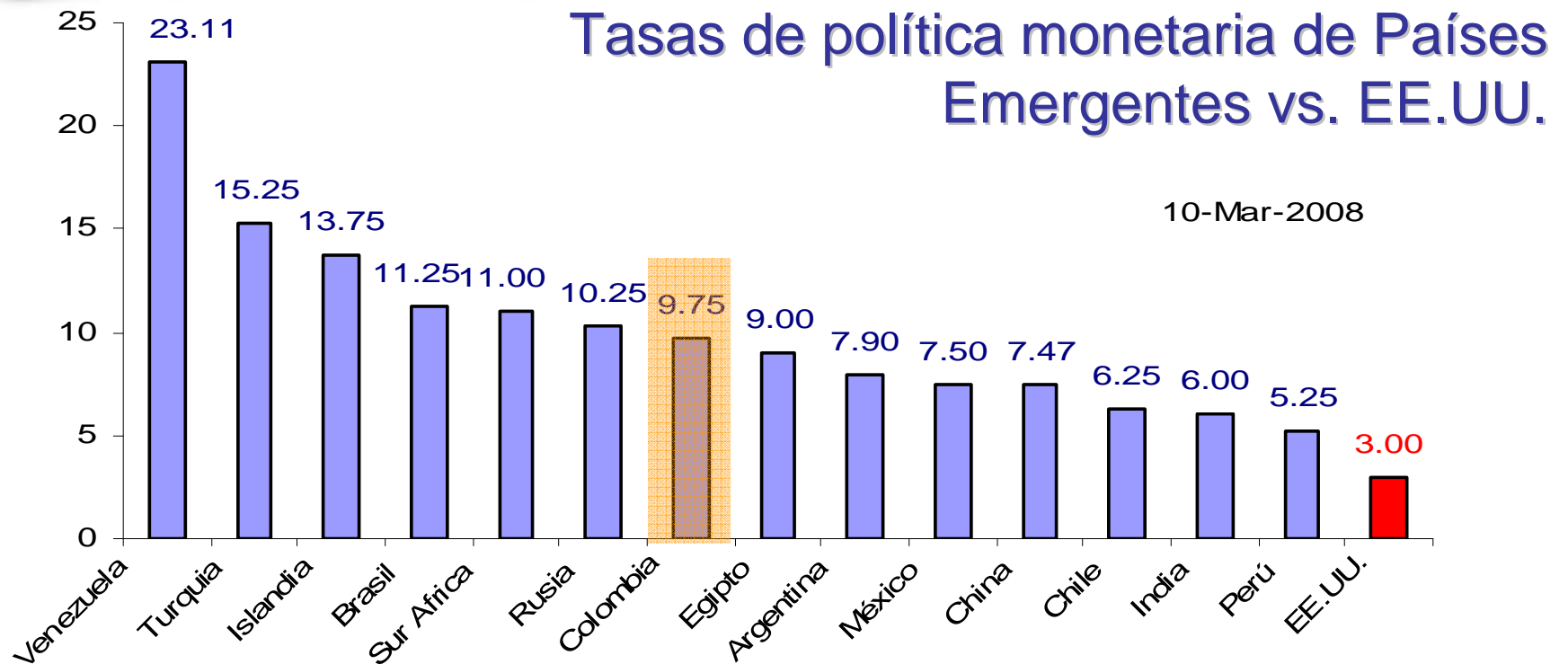
La carga financiera de las empresas ha disminuido considerablemente en los últimos años.

Fuente: Cálculos Bancolombia.

Liquidez Mundial

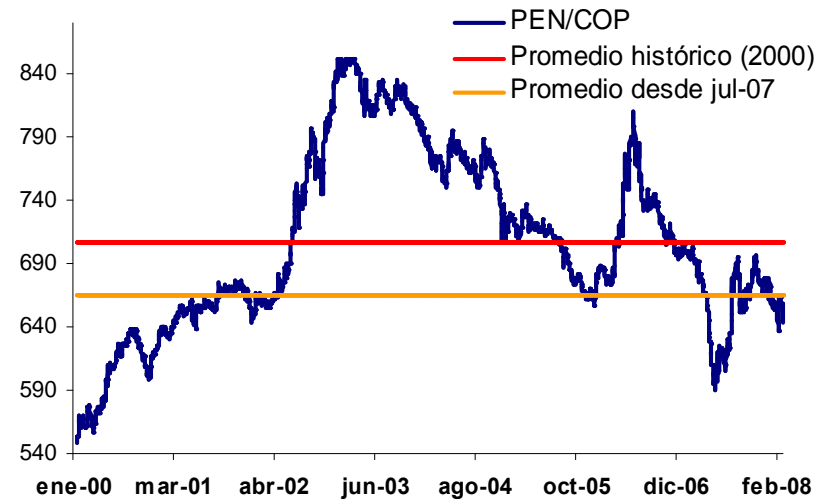
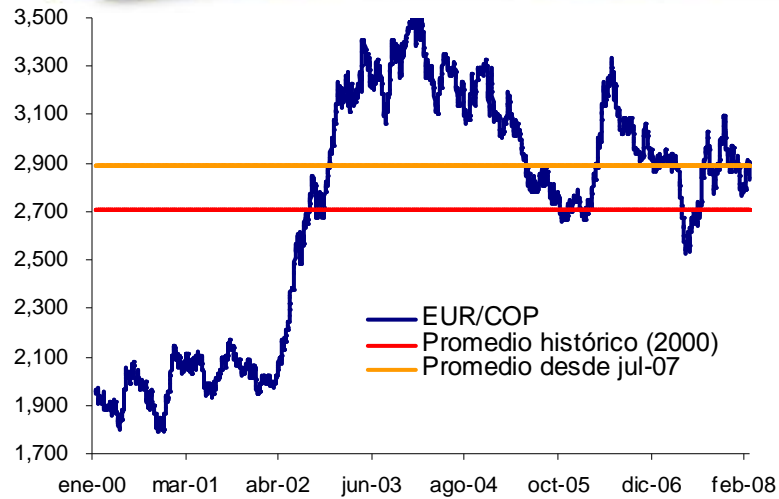


Fuente: Grupo Bancolombia

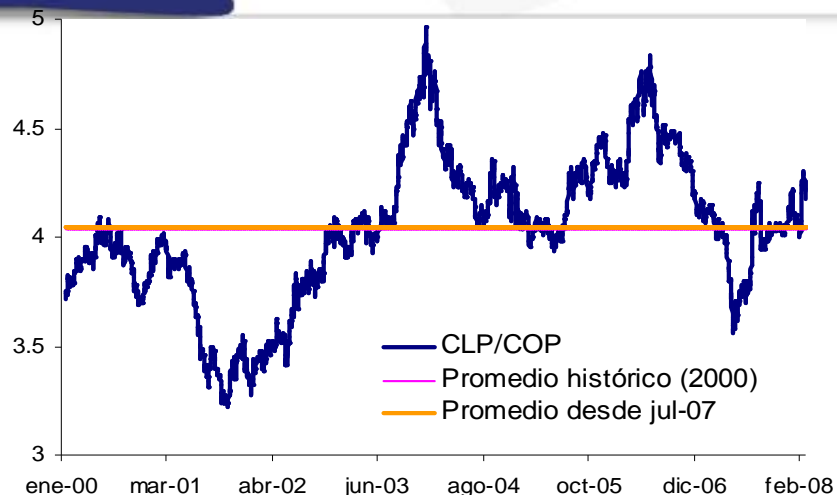


Fuente: Bloomberg.

La política monetaria en la mayoría de países emergentes se encuentra virando hacia terreno restrictivo, los diferenciales se han ampliado e incluso aquellos países como Perú con diferenciales relativamente bajos presentan apreciaciones significativas de su moneda (3.20% de apreciación cambiaria en Perú en lo corrido del año y 10% últimos 12 meses, en Colombia 5.89% y 14.21% últimos 12 meses).



Fuente. Bloomberg. Grupo Bancolombia



Fuente. Bloomberg. Grupo Bancolombia

Indicador	Último 04-abr-08	1 Mes 04-mar-08	Año Corrido 31-dic-07
MONEDAS	Precio	Cambio %	Cambio %
Sol Peruano	2.6990	-6.21%	-9.97%
Peso Chileno	435.45	-4.37%	-12.55%
Peso Mexicano	10.57	-1.44%	-3.12%
Peso Colombiano	1,816.50	-2.16%	-9.99%
Real Brasileiro	1.7092	1.91%	-3.92%

Indicador	Último 02-abr-08	1 Mes 02-mar-08	Año Corrido 31-dic-07	26-jul-07
MONEDAS	Precio	Cambio %	Cambio %	Cambio %
EUR/COP	2,861.07	2.33%	-2.83%	4.49%
BRL/COP	1,044.92	-5.14%	-7.88%	0.93%
MXN/COP	172.65	0.40%	-6.67%	-4.90%
CLP/COP	4.18	3.04%	3.28%	10.19%
PEN/COP	671.21	5.21%	-0.27%	6.66%

Fuente. Bloomberg. Grupo Bancolombia

Medidas Banco Central/Gobierno

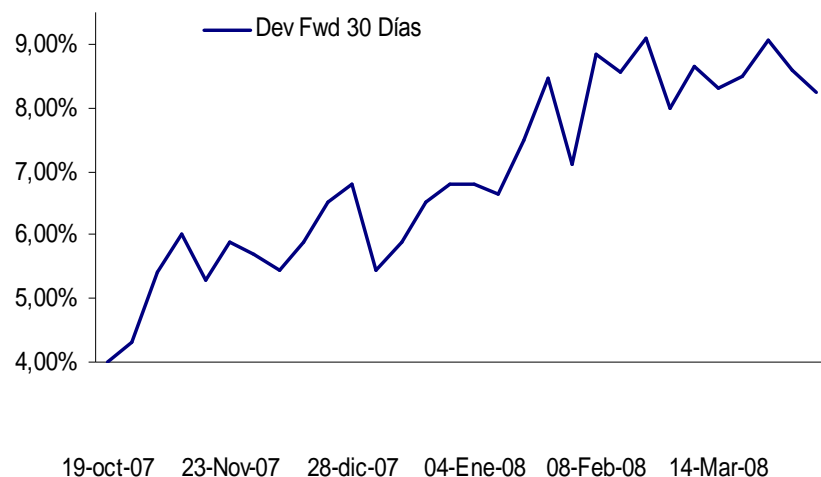
BRASIL	PERU	CHILE
<ul style="list-style-type: none"> -Los exportadores podrán mantener todos sus dólares fuera del país. -Se eliminó un impuesto transaccional sobre las exportaciones. -Impuesto de 1.5% sobre las transacciones de extranjeros que quieran comprar bonos del gobierno en el mercado local. 	<ul style="list-style-type: none"> -El Banco Central elevó el encaje marginal de 40 a 120 por ciento, el mismo que no será remunerado, a las obligaciones en moneda nacional con las entidades financieras no residentes. -El Banco Central aprobó elevar la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 5,25% a 5,50% por ciento. 	<p>El Banco Central comprará USD8,000 millones en lo que resta del 2008.</p> <p>Entre el próximo lunes y el 9 de mayo realizará compras diarias de USD50 millones mediante subastas competitivas.</p>

Fuente: Grupo Bancolombia

Balanza Cambiaria Acumulada -al 19 de Marzo

Concepto	Acumulado Año		Variación
	Ene-Mar 08	Oct 07-Mar 08	US\$
Prestamos Neto (S. Privado)	-163.12	-560.31	-163.12
Transf., Donaciones y Remesas	1,169.16	-2,236.55	1,169.16
Inversión Extranjera Neta	1,612.96	3,145.79	1,612.96
Inversión Extranjera en Colombia	2,095.09	3,761.91	2,095.09
Inversión Directa	2,144.98	3,722.27	2,144.98
Inversión de Portafolio	-49.88	39.64	-49.88
Inversión Colombiana en el exterior	-482.14	-616.12	-482.14
Inversión Directa	-7.99	-82.11	-7.99
Inversión de Portafolio	-474.15	-534.00	-474.15
Variación RR.II. netas de caja	1,192.04	1,592.78	1,192.04

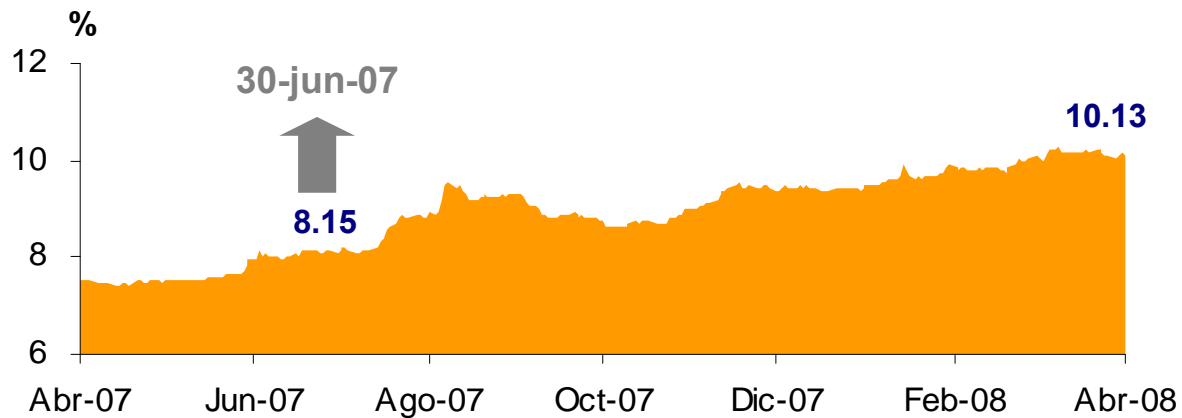
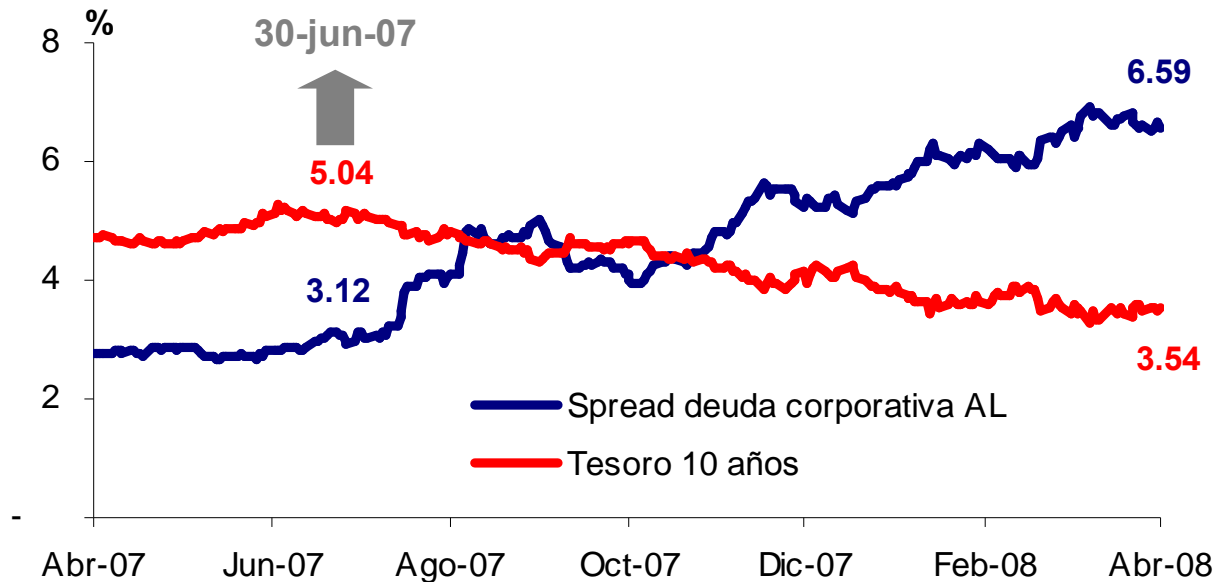
de la República - Variación superior al 500%



Devaluaciones Forward

	10-Abr-08	1 mes atrás	3 meses atrás	1 año atrás
30 Días	8,15%	8,65%	6,55%	3,05%
60 Días	8,00%	8,25%	5,95%	3,05%

Spreads deuda corporativa Emergentes – América Latina



Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia con base en datos de Merrill Lynch

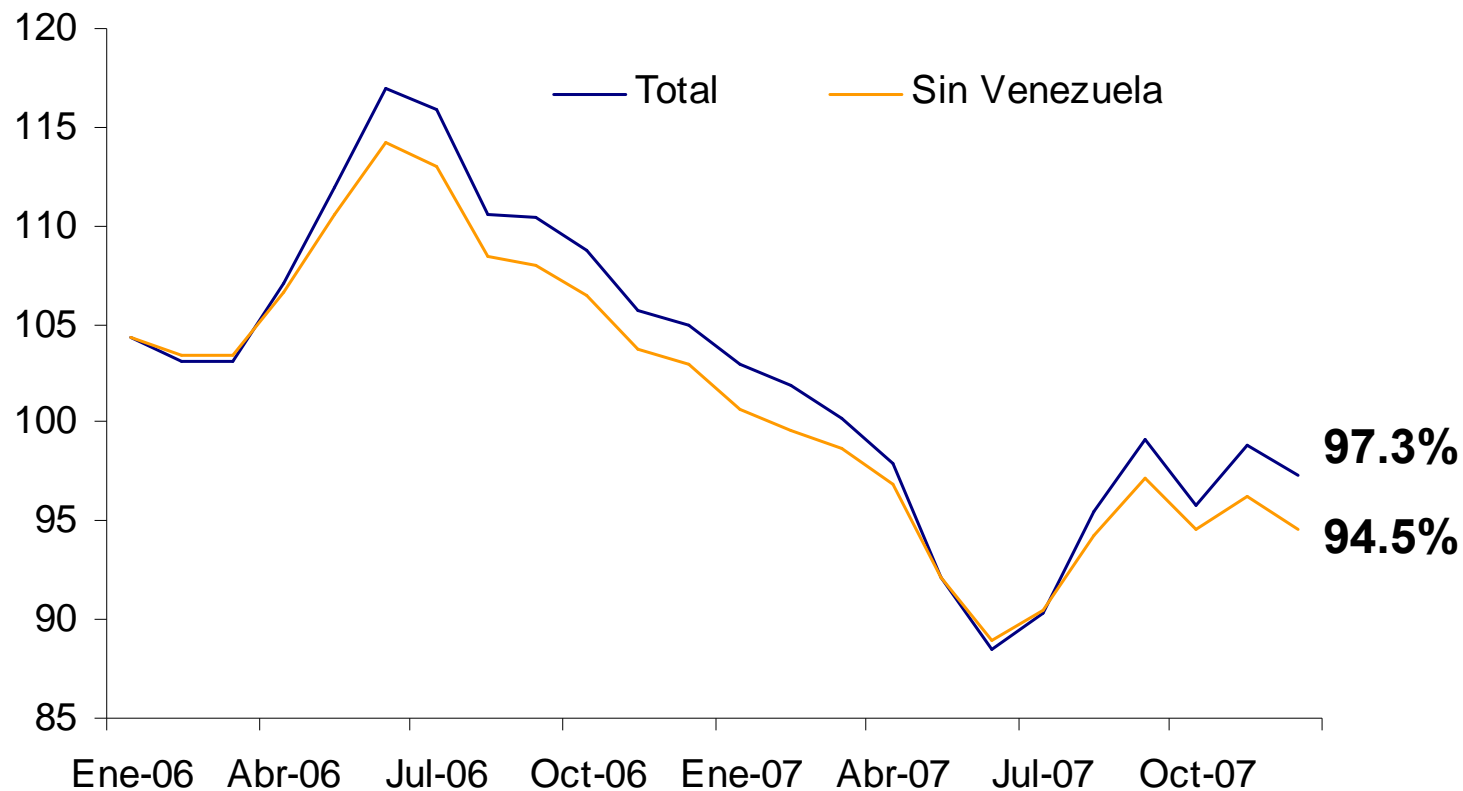
COP Velas Semanales 1999-2000



Fuente: Reuters y Grupo Bancolombia

El fascinante mundo financiero y de las inversiones, encuéntranos en <http://www.bancolombia.com>

Tasa de cambio real Comercio total deflactado con IPC



Investigaciones Económicas & Estrategias

María Hermida Manrique
Estratega de Renta Fija
mhermida@bancolombia.com.co
(571) 353 6600 Ext. 5289

Diana Patricia González Merchán
Estratega Mercado EE.UU
diagonza@bancolombia.com.co
(571)3536600 Ext.5894

Diego Fernando Granados
Estratega Mercado Cambiario
digranad@bancolombia.com.co
(571) 3536600 Ext. 5866

Lizzette Carolina Prieto Alfonso
Estudiante en práctica
liprieto@bancolombia.com.co
(571) 353 6600 Ext. 5892

Camilo Rivera Pérez
Economista Especial Banco Central
camriver@bancolombia.com.co
(571) 488 5867

Andrés Mauricio Vargas Pérez
Economista Macroeconomía
andvarga@bancolombia.com.co
(571) 488 5865

Ana Carolina Sánchez Castillo
Economista Macroeconomía
anacsanc@bancolombia.com.co
(571) 353 6600 Ext. 5893

Eduardo Sánchez Gómez
Economista Mercados Internacionales
edusanch@bancolombia.com.co
(571) 353 6600 Ext. 4983

Daniel Ignacio Niño Tarazona
Gerente de investigaciones Económicas y Estrategias
danino@bancolombia.com.co
(571) 3535287

Dilemas de Política Económica

Desayuno Empresarial Junio 6 de 2007

Agenda

Crecimiento Económico
Inflación
Tasas de Interés
Tipo de Cambio
Balance Fiscal
Economía de EE.UU e Internacional

Crecimiento Económico

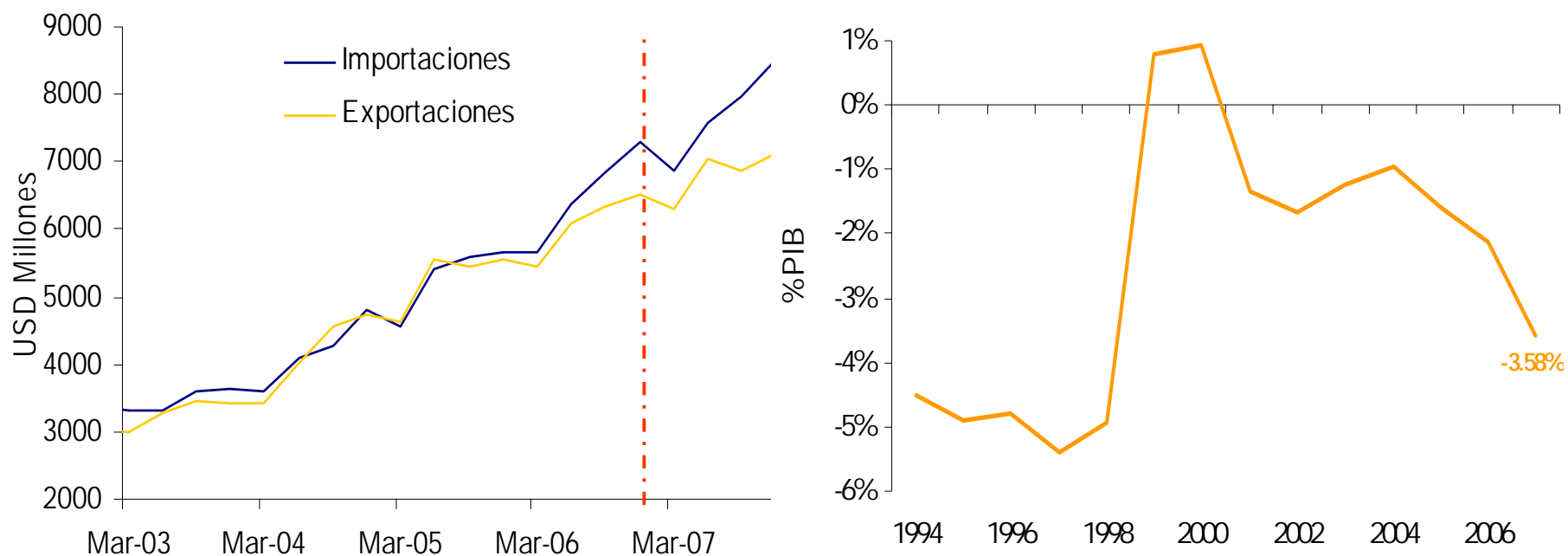
Crecimiento 2006-2007

RUBRO	Crecimiento 2006	Crecimiento 2007
Producto Interno Bruto	6,80%	5,70%
Importaciones totales	21,3%	17,0%
Total oferta final	9,6%	8,1%
Consumo final	5,6%	5,4%
Hogares	6,7%	6,0%
Gobierno	2,1%	3,5%
Formación bruta de capital	26,9%	17,0%
Subtotal: demanda interna	9,9%	8,1%
Exportaciones totales	7,8%	8,0%
Total demanda final	9,6%	8,1%

Fuente: Bancolombia con datos del DANE

Se espera una leve desaceleración en 2007. El sector externo sigue siendo clave ya que se mantiene elevada la diferencia entre demanda interna y PIB. Se espera que la contracción monetaria empiece a tener efecto. **Dilema: Primer trimestre no hubo efectos frente a finales del 2006.**

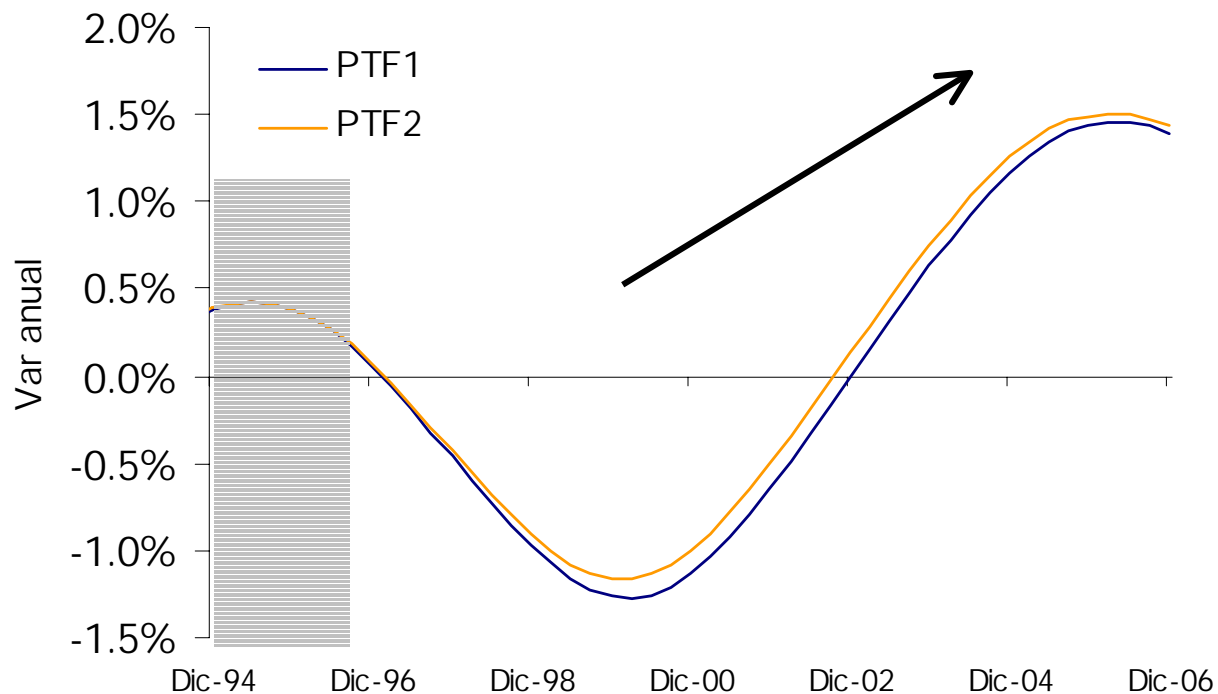
Balanza comercial de bienes



Fuente: Grupo Bancolombia con datos del DANE

Preocupa que el déficit comercial siga en aumento. El Grupo Bancolombia estima un incremento en ese déficit desde US\$143 millones en 2006 a US\$1.600 millones en 2007. Las exportaciones crecerían alrededor de 12% mientras que las importaciones lo harían a una tasa de 18%. Son varios los riesgos, las importaciones en el primer trimestre crecieron al 30,7%.

Evolución de la productividad total de los factores

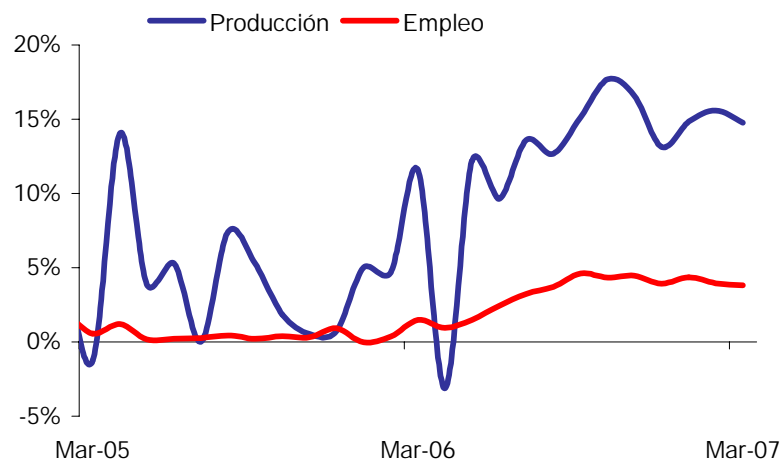


Fuente: Grupo Bancolombia

Las ganancias en productividad son claves para una senda de crecimiento superior que hoy debe ser cercana al 5%. La dinámica actual es mejor que la previa a la crisis de los noventa.

Primer Trimestre Producción industrial y ventas al por menor

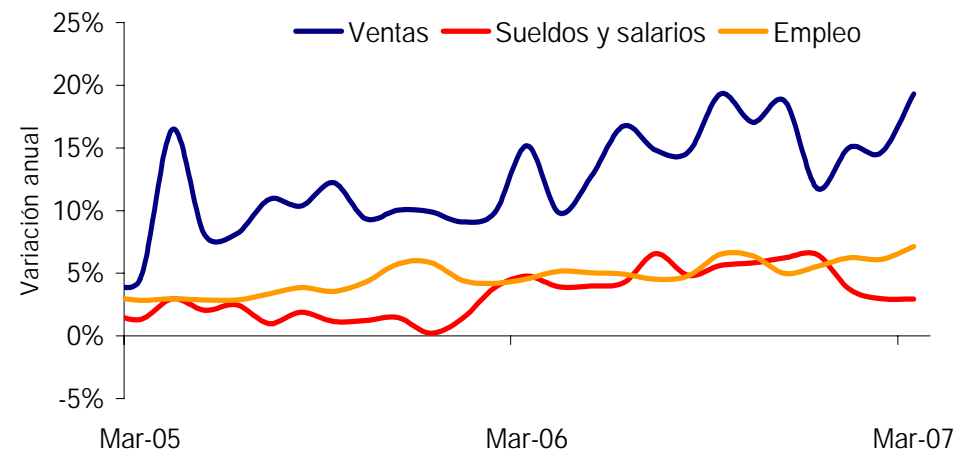
Producción y Empleo Industrial



Fuente: Bancolombia con datos del DANE

- En marzo la industria creció 15%
- Mayor crecimiento: industrias de hierro y acero (60%), vehículos (43%) y productos minerales no metálicos (28,19%)
- 42 de 48 clases industriales tuvieron crecimientos positivos

Ventas, Salarios y Empleo Comercio Minorista



Fuente: Bancolombia con datos del DANE

- El comercio sigue mostrando buen desempeño, creció 19.3%
- Las ventas de vehículos aumentaron 35% respecto a marzo de 2006, mientras que las de electrodomésticos lo hicieron al 26%

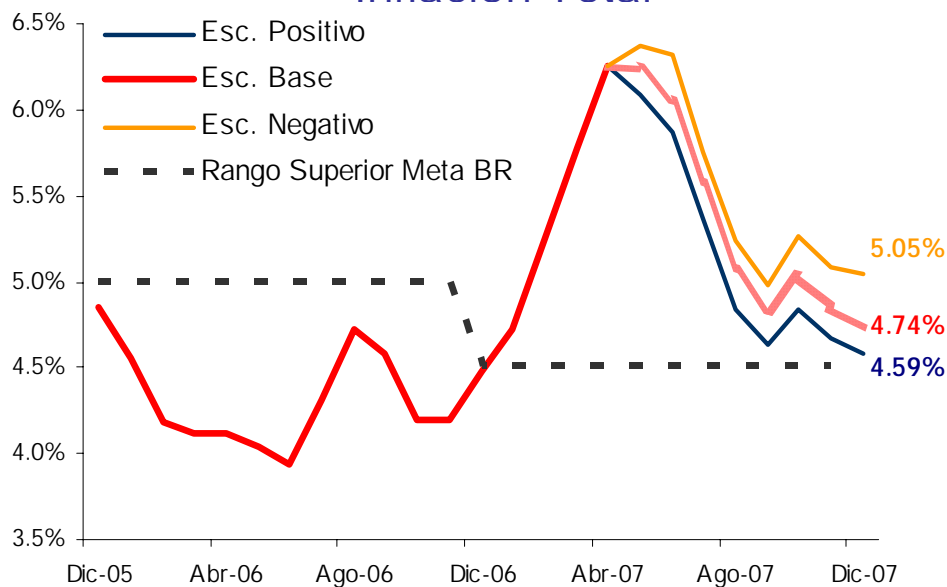
Dilema: La economía creció cerca al 6.3% en el primer trimestre 2007.

El fascinante mundo financiero y de las inversiones, encuéntranos en <http://www.bancolombia.com>

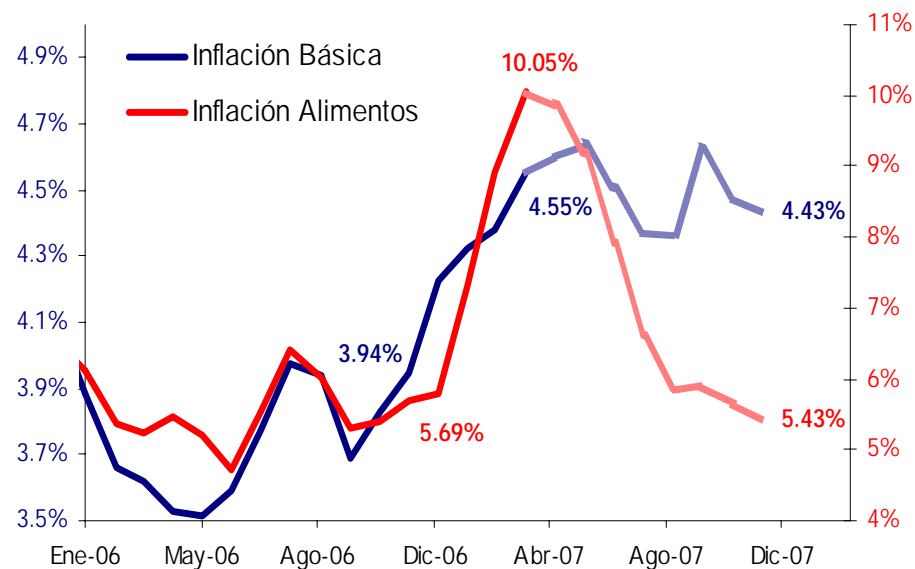
Inflación

Inflación: pronóstico y escenarios

Inflación Total



Inflación Básica y de Alimentos

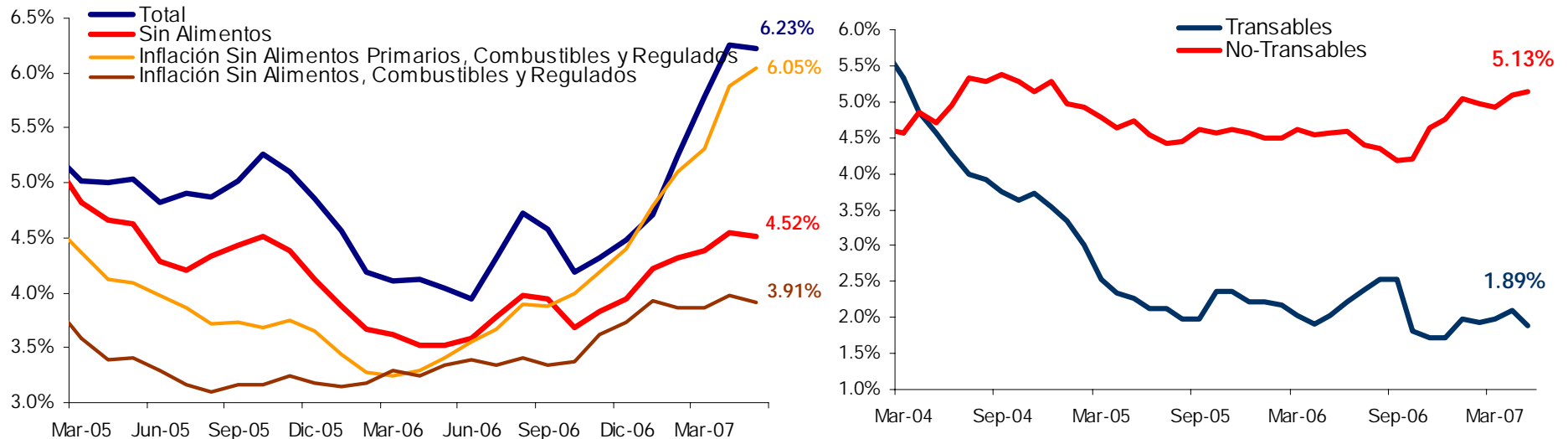


Fuente: DANE, Proyecciones Grupo Bancolombia.

La proyección de inflación total se mantiene en 4.74% con riesgo muy sesgado al alza. La expectativa de inflación básica se ubica en 4.43% (anteriormente en 4.28%), esto sería consistente con una inflación de alimentos que se reduce a partir de mayo y cierra el año en niveles similares a los de diciembre 2006.

La inflación implícita promedio entre mayo y diciembre para ubicarse en el límite superior de la meta de inflación del república es de 0.045% mensual.

Inflación: medidas básicas y explicación de los riesgos



Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia

La inflación surge desde la demanda (más compras) y desde la oferta (choques de corto plazo). Asimismo las expectativas sobre la inflación futura juegan un papel primordial en la formación de la misma. Las inflaciones básicas no incluyen las variaciones de aquellos bienes más volátiles.

La inflación debe descender 25pb en junio y 50pb en julio según el modelo que determinó el 0.31% con 1pb más que el observado. **Dilema: La inflación de no transables sigue al alza sugiriendo presiones de demanda.**

Expectativas: ¿dos años de riesgo?

Dic-2006

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos				Brecha del producto
			Total	No transables	Transables	Regulados	
Dic-06	4,5	5,8	3,9	4,7	1,7	6,0	1,0
Mar-07	4,6	5,9	4,1	4,8	1,7	6,8	1,2
Jun-07	4,7	6,2	4,1	4,9	1,4	7,2	1,3
Sep-07	4,0	4,8	3,7	5,1	1,1	5,4	1,1
Dic-07	4,0	4,7	3,7	4,6	1,5	5,9	0,9
Mar-08	4,2	5,0	3,9	4,6	1,9	6,5	0,5
Jun-08	4,0	4,1	3,9	4,5	2,3	6,0	0,2
Sep-08	3,9	3,9	3,9	4,5	2,7	5,0	(0,0)
Dic-08	3,8	3,8	3,8	4,3	3,0	4,1	(0,3)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos				Brecha del producto
			Total	No transables	Transables	Regulados	
Mar-07	5,8	8,9	4,4	4,9	2,0	7,5	2,0
Jun-07	6,0	10,0	4,3	5,2	1,5	7,8	2,0
Sep-07	5,3	8,5	4,0	5,3	1,2	5,6	2,0
Dic-07	4,9	7,0	4,0	4,9	1,6	6,0	1,8
Mar-08	4,1	4,8	3,8	5,0	1,6	5,2	1,4
Jun-08	3,6	2,4	4,0	5,0	2,3	4,6	0,9
Sep-08	3,6	2,5	4,1	5,1	2,6	4,1	0,4
Dic-08	3,7	3,1	4,0	4,8	3,0	3,5	(0,1)
Mar-09	3,7	2,8	4,0	4,5	3,4	3,9	(0,4)

Mar-2007

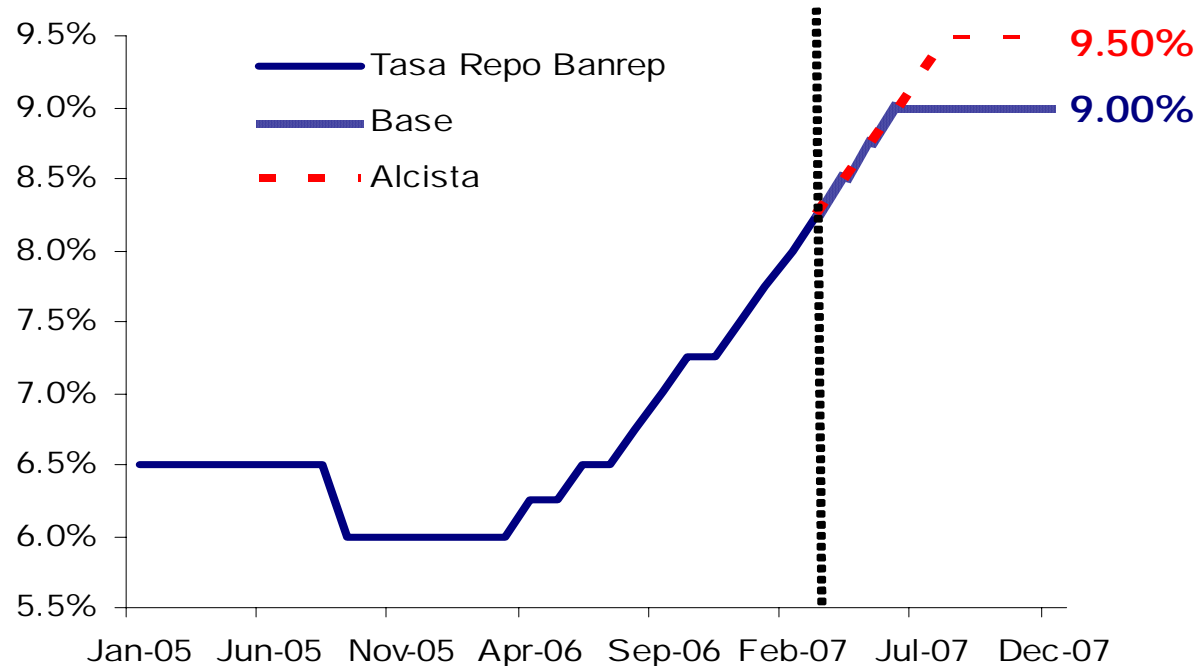
Presiones de demanda mayores a lo esperado.

Fase de retención en la ganadería debe prolongarse alrededor de 1 año.

Expectativas al alza.

Tasas de interés

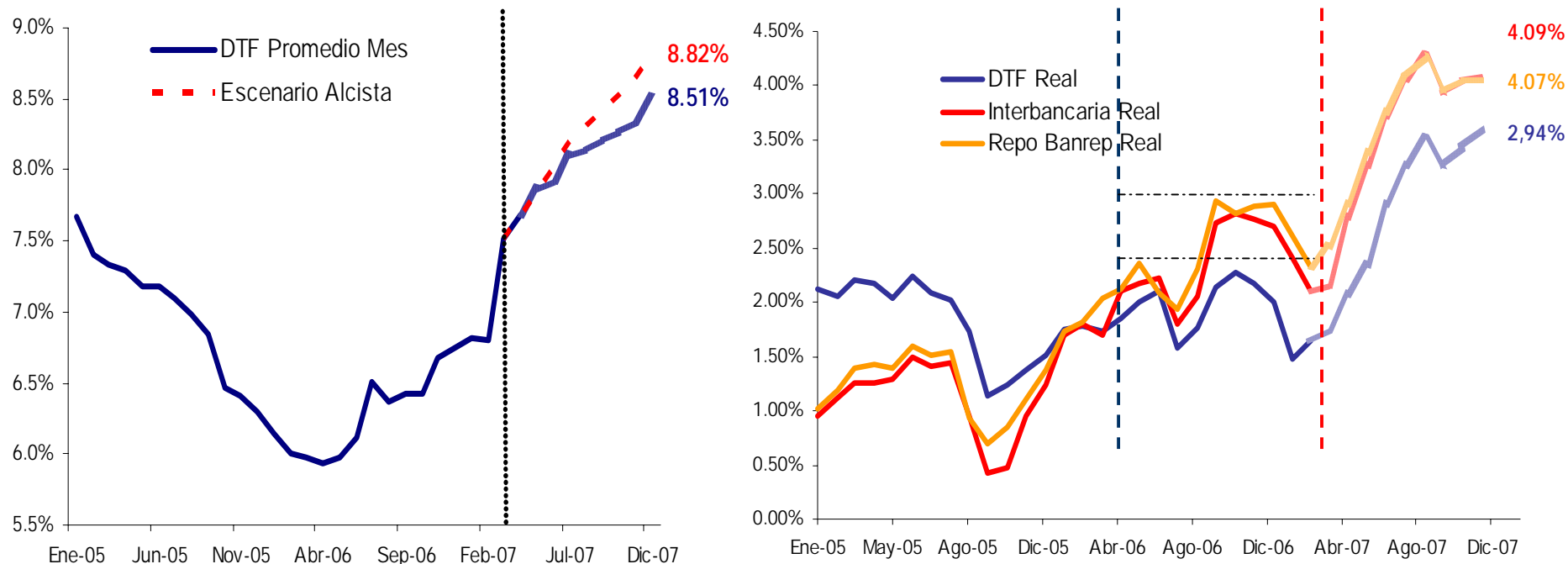
Banco Central: tasas de referencia



Fuente: Grupo Bancolombia

La proyección central de tasas del Banco de la República (BR) se ubica en 9%, sin embargo si la inflación no empieza a indicar descenso es probable que la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) considere necesario realizar incrementos adicionales.

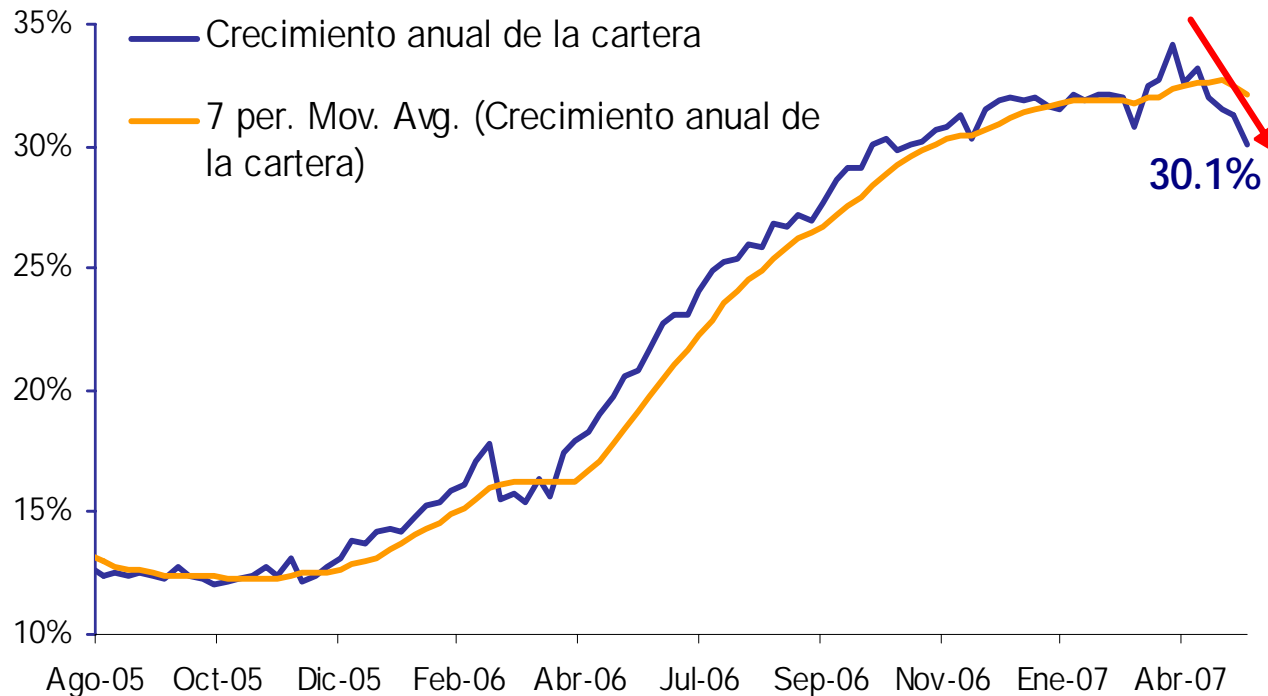
Evolución de las tasas de interés



Tasas Nominales promedio mensual. Fuente: Banco de la República, Cálculos Bancolombia

La DTF se ha ubicado por debajo de tasas de menor plazo (intradía y repo). La liquidez del mercado y la recomposición de los portafolios de las entidades financieras han influido en dicho comportamiento. La política monetaria sería más efectiva si se destraba este mecanismo de transmisión. Similarmente es poco lo que se ha hecho en tasas reales aunque ello es temporal.

Comunicación de la política monetaria y dinámica del crédito

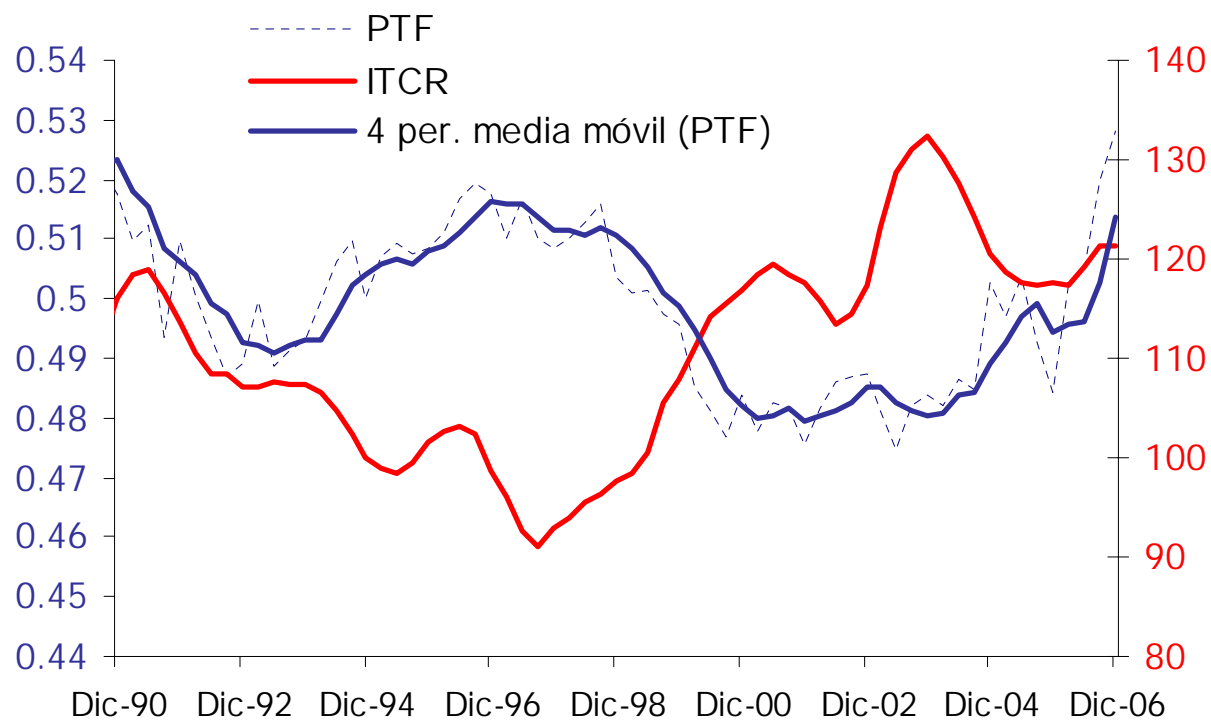


Fuente: Banco de la República

Son varias reflexiones: de un lado la cartera se aceleró cuando BanRep anunció su cambio de postura monetaria. Hacia finales del 2006 y comienzos del 2007 el crecimiento de la cartera se estabilizó pero finalmente preocupa que la tendencia se reaceleró. Cómo interpretar todo esto? **Dilema: Depósitos bancarios se reaceleraron en marzo de 2007 y la cartera viene creciendo en los últimos meses al 2% mensual.**

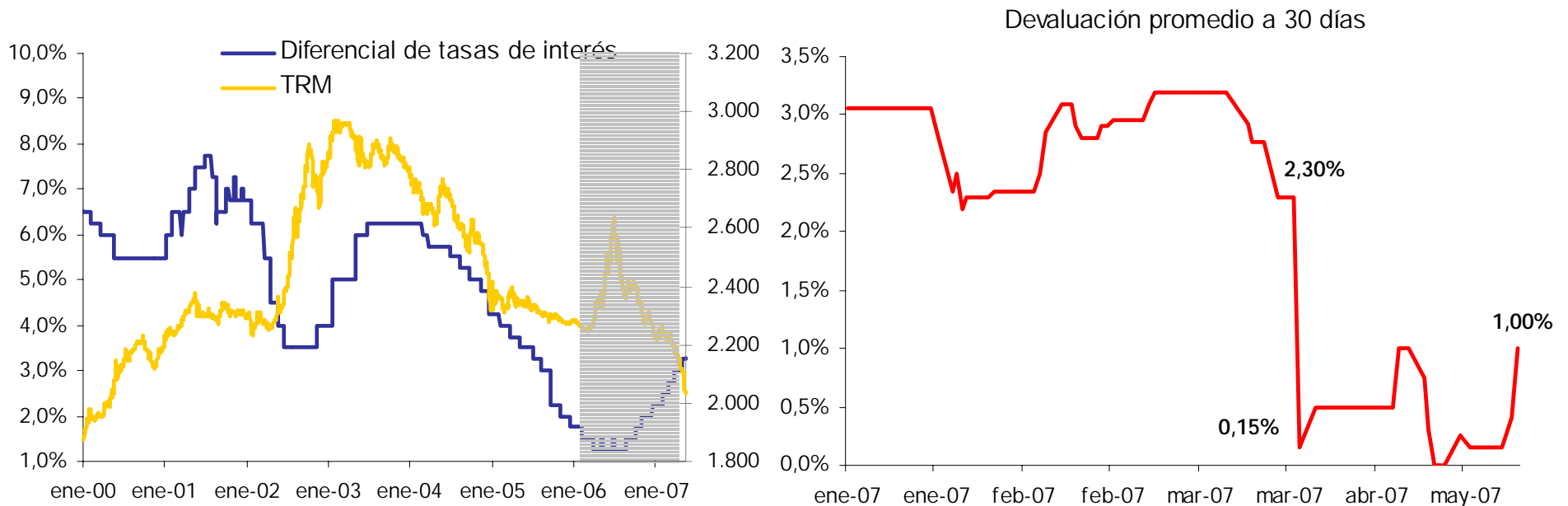
Tasa de Cambio

Productividad y tasa de cambio real



Fuente: Grupo Bancolombia

Diferencial tasas y tipo de cambio



Fuente: Bloomberg. Grupo Bancolombia

No es tan claro como recientemente el diferencial de tasas haya afectado en forma sistémica el tipo de cambio. En parte por la naturaleza de los recientes recursos que han ingresado pero también porque el arbitraje con cobertura de tasas de interés favorece a pesos sintéticos que son más baratos.

Intervención del Banco de la República

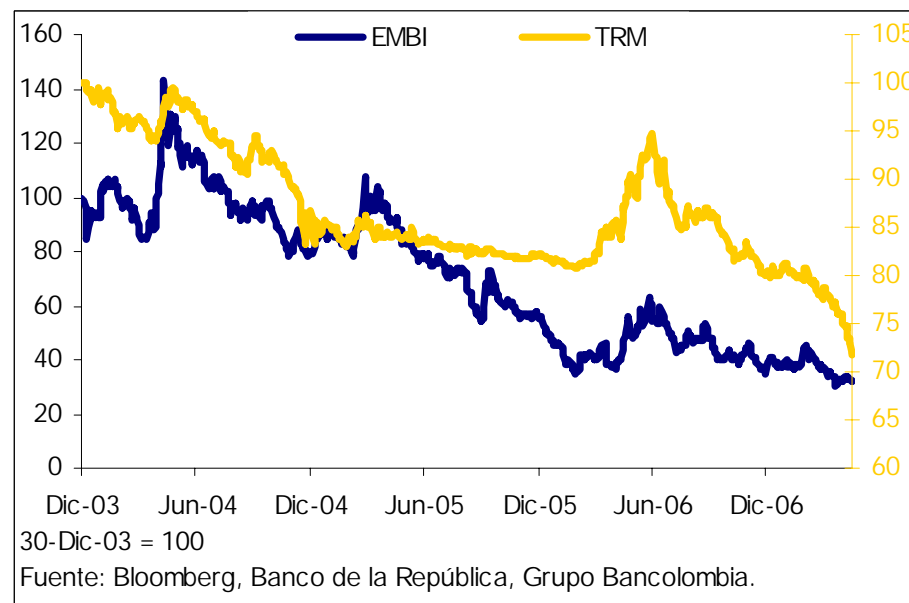
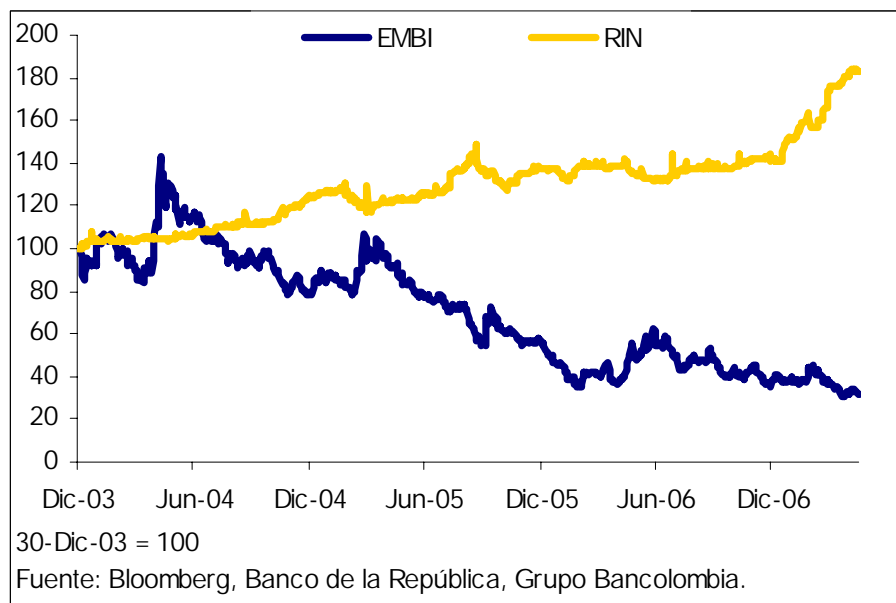
Operaciones de compra y venta de divisas del Banco de la República

Concepto	2004	2005	2006	2007					Acumulado año
				Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo*	
Compras	2.904,9	4.658,9	1.780,5	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	484,4	5.011,8
Opciones <i>put</i>	1.579,6	0,0	583,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para acumulación de RI	1.399,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	179,9	0,0	583,8	0,0	0,0	0,0	0,0	180,00	180,0
Intervención discrecional	1.325,3	4.658,9	1.196,7	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,24	304,38	4.831,8
Ventas	500,0	3.250,0	1.944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opciones <i>call</i>	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gobierno Nacional	500,0	3.250,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Compras netas	2.404,9	1.408,9	-163,8	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	484,4	5.011,8

Fuente: Banco de la República, cálculos Grupo Bancolombia. Cifras en millones de dólares. * Estimado

La mayor y más fuerte intervención para un trimestre y un mes (marzo) en la historia económica y financiera de Colombia. Muchos se preguntan hasta cuando podrá tratar de mantener vigentes los dos objetivos el Banco de la República: lucha contra la inflación e intervención cambiaria.

- Uno de los problemas de la intervención cambiaria radica en que los estudios evidencian que a mayor reservas menor percepción de riesgo crediticio soberano. El segundo efecto luego es que a baja percepción de riesgo se fortalece la moneda local. Caso de Colombia.

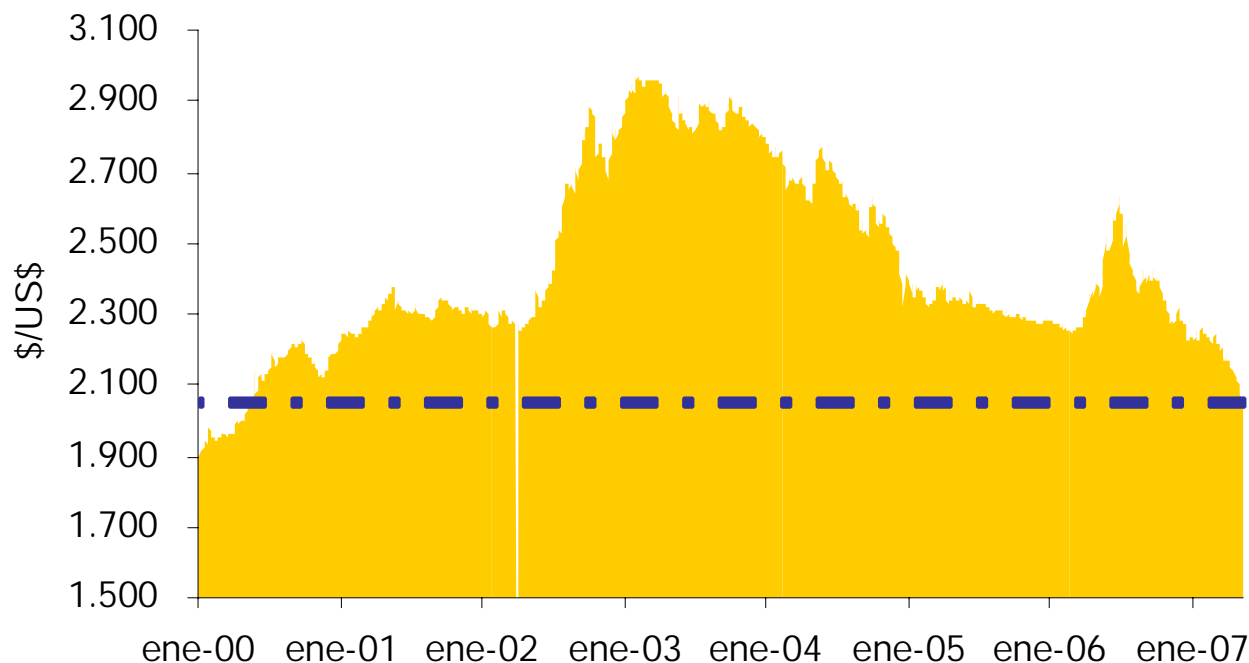


-0.87 Correlación EMBI - RIN

0.77 Correlación EMBI - TRM

Dilema: Entre más compra y acumula, más atrae nuevos capitales.

Evolución de la Tasa Representativa del Mercado (TRM)



TRM al 31-Dic-06: \$2,238.79
TRM al 31-Mar-07: \$2,190.30
TRM al 30-Abr-07: \$2,110.67
TRM al 1-Jun-07: \$1,877.88

Fuente: Banco de la República, Grupo Bancolombia.

Flujos de dólares

Los que llegaron

1. Privatización Ecogás US\$1.400 millones
2. Privatización Granbanco Bancafé US\$1.000 millones
3. Almacenes Éxito – Carulla US\$430 millones. (US\$117 millones emisión de acciones, US\$300 millones crédito sindicado y US\$12 millones recursos propios)
4. Acerías Paz del Río - Votorantim US\$490 millones
5. Superview, Cable Pacífico, TV Cable, Cable Centro (Telmex - Carlos Slim) US\$500 millones
6. Almacenes Éxito – Casino. Venta del 21.9% de las acciones en circulación (51.250.868 acciones). \$13.054 por acción. Alrededor de US\$317.8 millones.

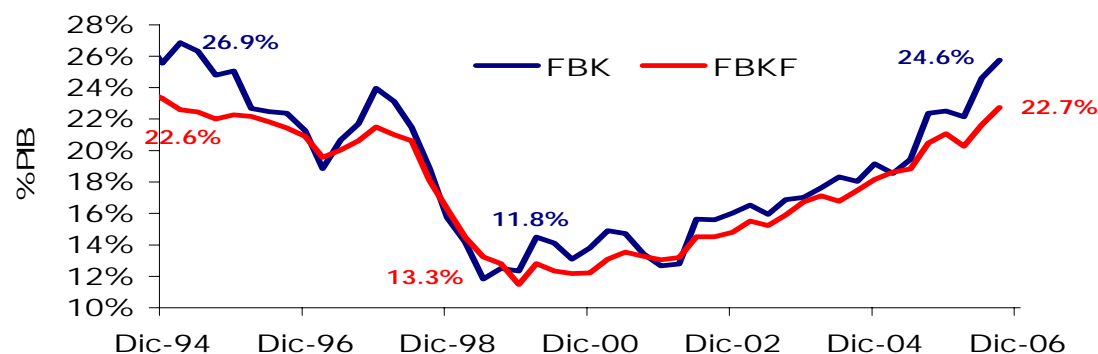
Los que llegarían

1. Venta del 19,22% de Isagen. (523.973.000 acciones a un precio de \$1.130) Tres etapas 1) Sector solidario del 28 de febrero hasta 1ro de mayo. 2) Personas jurídicas y naturales del 25 de mayo al 15 de junio. 3) IFC a partir del 17 de julio (monto total US\$269 millones)
2. Aeropuerto El Dorado. Inversión entre US\$600 y US\$700 millones, de los cuales se financiaría el 70% por medio de créditos (locales y externos). Se espera en septiembre.
3. Compra del 39,29% de Colpatría por parte de GE-Money. Se hará en dos tramos 1) GE adquirirá de forma indirecta el 16,48% de las acciones (2 meses a partir del 28 de febrero) y 2) GM se convertirá en "beneficiario real" del 22,81% de las acciones del Banco (no ocurrirá antes del 1ro de enero de 2008). Monto total US\$228 millones.
4. La Central de Inversiones S.A. (Cisa) venderá activos que administra por alrededor de \$2,7 billones, proceso que espera terminar en la primera semana de junio cuando se realice una subasta pública. Venderá cartera por \$2,3 billones e inmuebles por \$400.000 millones)

Productividad

Los flujos de IED generalmente son motivados por altas tasas de retorno en la formación bruta de capital. Esto responde más a factores reales que monetarios.

Inversión en el producto



Balanza cambiaria acumulada - Al 11 de mayo Fuente: Bancolombia con datos del DANE

Concepto	Acumulado Año		Variación	
	Ene-May 06	Ene-May 07	US\$	%
Cuenta corriente	-81.6	-1,068.6	-987.0	-
Exportaciones de bienes	1,816.4	2,243.2	426.8	23.5%
Importaciones de bienes	3,438.2	4,607.1	1,168.9	34.0%
Transferencias donaciones y remesas	1,470.9	1,695.0	224.1	15.2%
Cuenta de capital	571.2	5,602.0	5,030.8	-
Inversión extranjera neta	976.7	3,278.6	2,301.9	235.7%
Inversión extranjera en Colombia	1,398.8	3,293.9	1,895.1	135.5%
Inversión directa	1,398.9	2,614.9	1,216.0	86.9%
Inversión de portafolio	-0.1	678.9	679.0	-
Inversión colombiana en el exterior	-422.2	-15.2	407.0	-96.4%
Inversión directa	-34.5	-67.4	-32.9	95.4%
Inversión de portafolio	-387.7	52.2	439.9	-113.5%
Variación RR.II. netas de caja	489.5	4,533.4	4,043.9	-

Fuente: Cálculos Bancolombia con base en datos de Banrepública - Crecimiento superior al 500%

nos en <http://www.bancolombia.com>

Después de la medida del Banco de la República sobre endeudamiento externo

Préstamos

Balanza cambiaria acumulada - Al 4 de mayo

Concepto	Acumulado Año		Variación	
	Ene-May 06	Ene-May 07	US\$	%
Cuenta corriente	-172.7	-1,056.1	-883.4	-
Exportaciones de bienes	1,692.5	2,123.8	431.4	25.5%
Importaciones de bienes	3,224.1	4,348.4	1,124.3	34.9%
Transferencias donaciones y remesas	1,367.7	1,592.1	224.4	16.4%
Cuenta de capital	367.6	5,538.5	5,170.9	-
Inversión extranjera neta	1,079.4	2,814.5	1,735.1	160.7%
Inversión extranjera en Colombia	1,428.8	2,851.8	1,423.0	99.6%
Inversión directa	1,429.1	2,268.1	839.0	58.7%
Inversión de portafolio	-0.3	583.7	584.0	-
Inversión colombiana en el exterior	-349.4	-37.3	312.1	-89.3%
Inversión directa	-34.1	-64.1	-30.0	88.2%
Inversión de portafolio	-315.3	26.8	342.1	-108.5%
Variación RR.II. netas de caja	194.9	4,482.4	4,287.5	-

En el 2007 Incremento Frente al 2006
2,724.0 3,435.8

Préstamos

Balanza cambiaria acumulada - Al 11 de mayo

Concepto	Acumulado Año		Variación	
	Ene-May 06	Ene-May 07	US\$	%
Cuenta corriente	-81.6	-1,068.6	-987.0	-
Exportaciones de bienes	1,816.4	2,243.2	426.8	23.5%
Importaciones de bienes	3,438.2	4,607.1	1,168.9	34.0%
Transferencias donaciones y remesas	1,470.9	1,695.0	224.1	15.2%
Cuenta de capital	571.2	5,602.0	5,030.8	-
Inversión extranjera neta	976.7	3,278.6	2,301.9	235.7%
Inversión extranjera en Colombia	1,398.8	3,293.9	1,895.1	135.5%
Inversión directa	1,398.9	2,614.9	1,216.0	86.9%
Inversión de portafolio	-0.1	678.9	679.0	-
Inversión colombiana en el exterior	-422.2	-15.2	407.0	-96.4%
Inversión directa	-34.5	-67.4	-32.9	95.4%
Inversión de portafolio	-387.7	52.2	439.9	-113.5%
Variación RR.II. netas de caja	489.5	4,533.4	4,043.9	-

En el 2007 Incremento Frente al 2006
2,323.4 2,728.9

Préstamos

Fuente: Cálculos Bancolombia con base en datos de Banrepública - Crecimiento superior al 500%

Inversión Extranjera de Portafolio

9 de marzo

Balanza cambiaria acumulada

Concepto	Acumulado Año		Variación	
	Ene-Mar 06	Ene-Mar 07	US\$	%
Cuenta corriente	-266.0	-508.7	-242.7	-91.2%
Exportaciones de bienes	952.1	1,137.7	185.6	19.5%
Importaciones de bienes	1,829.7	2,380.5	550.8	30.1%
Transferencias donaciones y remesas	744.2	919.0	174.8	23.5%
Cuenta de capital	404.2	2,135.0	1,730.8	428.2%
Inversión extranjera neta	641.8	745.3	103.5	16.1%
Inversión extranjera en Colombia	740.9	999.8	258.9	34.9%
Inversión directa	740.3	1,004.7	264.4	35.7%
Inversión de portafolio	0.6	-4.8	-5.4	-
Inversión colombiana en el exterior	-99.1	-254.6	-155.5	-156.9%
Inversión directa	-9.6	-47.2	-37.6	-391.7%
Inversión de portafolio	89.5	-207.4	-296.9	-331.7%
Variación RR.II. netas de caja	144.7	1,628.8	1,484.1	-

Externa Portafolio

11 de mayo

Balanza cambiaria acumulada - Al 11 de mayo

Concepto	Acumulado Año		Variación	
	Ene-May 06	Ene-May 07	US\$	%
Cuenta corriente	-81.6	-1,068.6	-987.0	-
Exportaciones de bienes	1,816.4	2,243.2	426.8	23.5%
Importaciones de bienes	3,438.2	4,607.1	1,168.9	34.0%
Transferencias donaciones y remesas	1,470.9	1,695.0	224.1	15.2%
Cuenta de capital	571.2	5,602.0	5,030.8	-
Inversión extranjera neta	976.7	3,278.6	2,301.9	235.7%
Inversión extranjera en Colombia	1,398.8	3,293.9	1,895.1	135.5%
Inversión directa	1,398.9	2,614.9	1,216.0	86.9%
Inversión de portafolio	-0.1	678.9	679.0	-
Inversión colombiana en el exterior	-422.2	-15.2	407.0	-96.4%
Inversión directa	-34.5	-67.4	-32.9	95.4%
Inversión de portafolio	-387.7	52.2	439.9	-113.5%
Variación RR.II. netas de caja	489.5	4,533.4	4,043.9	-

Dos meses
USD807 millones

Externa Portafolio

<http://www.bancolombia.com>

Fuente: Cálculos Bancolombia con base en datos de Banrepública - Crecimiento superior al 500%

Inversión Colombiana de Portafolio

Balanza cambiaria acumulada

Concepto	Acumulado Año		Variación	
	Ene-Mar 06	Ene-Mar 07	US\$	%
Cuenta corriente	-266.0	-508.7	-242.7	-91.2%
Exportaciones de bienes	952.1	1,137.7	185.6	19.5%
Importaciones de bienes	1,829.7	2,380.5	550.8	30.1%
Transferencias donaciones y remesas	744.2	919.0	174.8	23.5%
Cuenta de capital	404.2	2,135.0	1,730.8	428.2%
Inversión extranjera neta	641.8	745.3	103.5	16.1%
Inversión extranjera en Colombia	740.9	999.8	258.9	34.9%
Inversión directa	740.3	1,004.7	264.4	35.7%
Inversión de portafolio	0.6	-4.8	-5.4	-
Inversión colombiana en el exterior	-99.1	-254.6	-155.5	-156.9%
Inversión directa	-9.6	-47.2	-37.6	-391.7%
Inversión de portafolio	89.5	-207.4	-296.9	-331.7%
Variación RR.II. netas de caja	144.7	1,628.8	1,484.1	-

11 de mayo

Balanza cambiaria acumulada - Al 11 de mayo

Concepto	Acumulado Año		Variación	
	Ene-May 06	Ene-May 07	US\$	%
Cuenta corriente	-81.6	-1,068.6	-987.0	-
Exportaciones de bienes	1,816.4	2,243.2	426.8	23.5%
Importaciones de bienes	3,438.2	4,607.1	1,168.9	34.0%
Transferencias donaciones y remesas	1,470.9	1,695.0	224.1	15.2%
Cuenta de capital	571.2	5,602.0	5,030.8	-
Inversión extranjera neta	976.7	3,278.6	2,301.9	235.7%
Inversión extranjera en Colombia	1,398.8	3,293.9	1,895.1	135.5%
Inversión directa	1,398.9	2,614.9	1,216.0	86.9%
Inversión de portafolio	-0.1	678.9	679.0	-
Inversión colombiana en el exterior	-422.2	-15.2	407.0	-96.4%
Inversión directa	-34.5	-67.4	-32.9	95.4%
Inversión de portafolio	-387.7	52.2	439.9	-113.5%
Variación RR.II. netas de caja	489.5	4,533.4	4,043.9	-

Fuente: Cálculos Bancolombia con base en datos de Banrepública - Crecimiento superior al 500%

Colombiana Portafolio

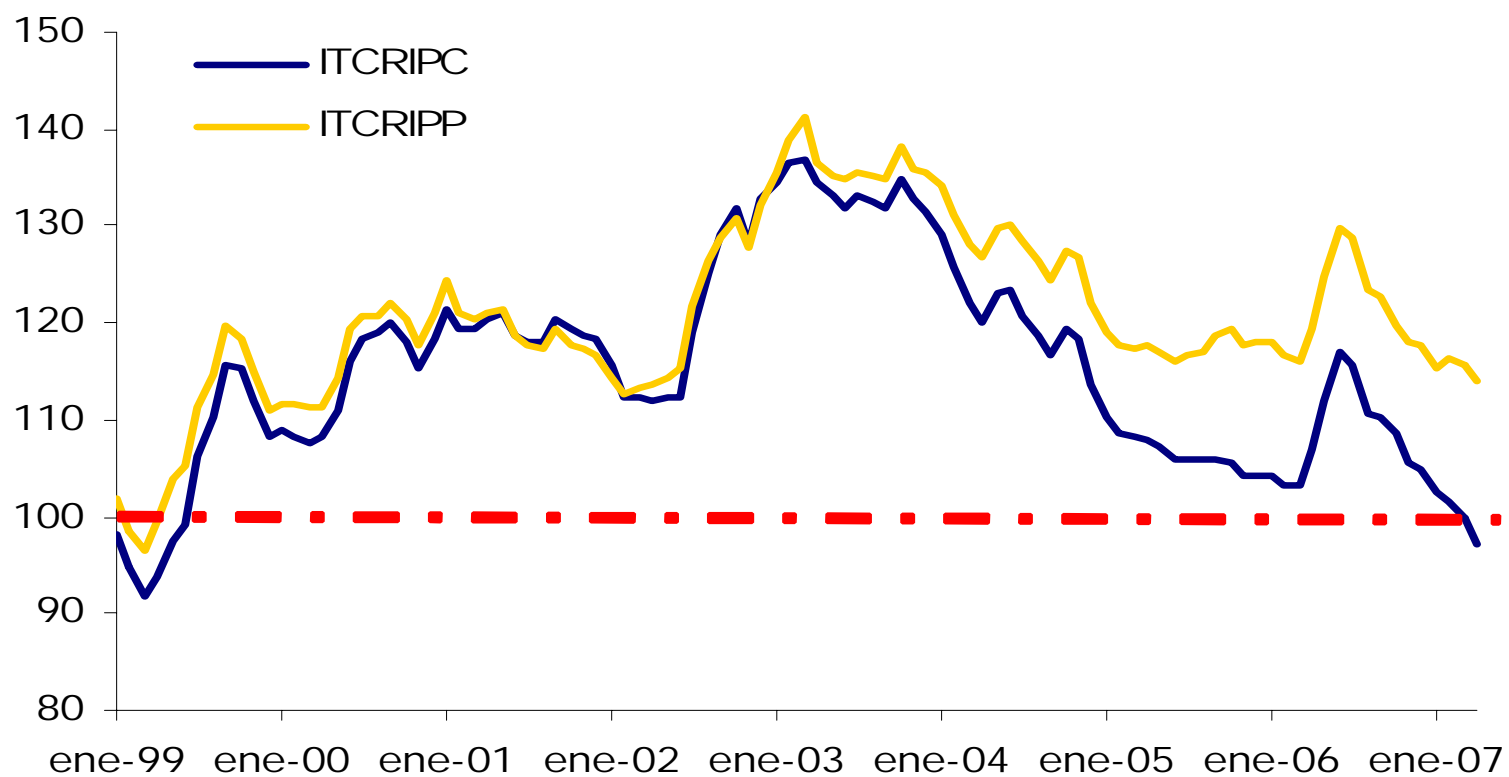
Dos meses en 2007
USD260 millones

◀ Frente a 2006 en dos
meses USD737
Millones

Colombiana Portafolio

<http://www.bancolombia.com>

Índices de Tasa de Cambio Real



Fuente: Banco de la República.

Pais	Porcentaje Exportaciones	Porcentaje Exportaciones Industriales
Estados Unidos	39.6%	17%
Sin Petroleo y Carbón	20%	
Unión Europea	13.7%	5%
Venezuela	11.1%	25%
Ecuador	5.1%	11.8%
Perú	2.8%	6.6%
México	2.4%	5.5%

Datos Mincomercio. Cálculos Grupo Bancolombia para 2006

Venezuela no es nuestro principal socio comercial. Pero si es el principal socio de nuestra industria seguido por Estados Unidos- Tasa de cambio y crecimiento.

Estados Unidos sin petróleo y carbón representa el 20% de las exportaciones colombianas, aún así supera a la Unión Europea y a Venezuela. Esto va a cambiar algo ya sugieren los datos del primer trimestre de 2007.

Importancia por Categorías		
País	Puesto Destino	Crecimiento en 2006
Venezuela		
Otros Agropecuarios	1	46.2%
Agroindustriales	1	23.1%
Confecciones	2	44.6%
Textiles	1	4.6%
Editoriales	1	39.4%
Calzado	2	56.4%
Productos Plásticos	1	34.7%
Jabones y Otros	1	37.0%
Demás Industria Liviana	2	45.6%
Metalúrgica	3	11.5%
Química Básica	1	24.1%
Maquinaria y Equipo	1	39.8%
Industria Automotriz	1	20.3%

Datos Mincomercio. Cálculos Grupo Bancolombia para 2006

Importancia por Categorías		
País	Puesto Destino	Crecimiento en 2006
Estados Unidos		
Café	1	-0.7%
Petróleo	1	18.5%
Carbón	1	30.6%
Banano	2	-2.1%
Flores	1	6.3%
Otros Agropecuarios	2	-3.5%
Otros Mineros	1	-26.0%
Agroindustria	2	1.2%
Confecciones	1	-10.7%
Editoriales	3	2.6%
Manufacturas Cuero	1	0.4%
Productos Plásticos	2	5.2%
Demás Industria Liviana	1	13.5%
Maquinaria y Equipo	2	23.8%
Metalúrgica	1	23.4%

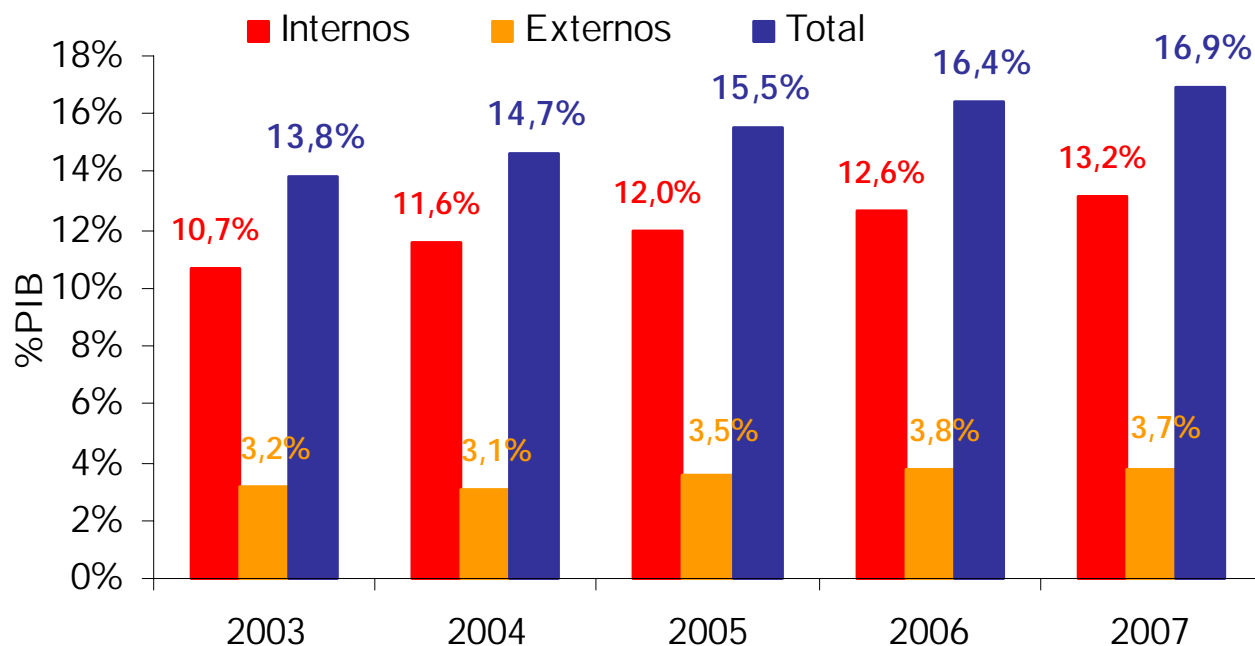
Datos Mincomercio. Cálculos Grupo Bancolombia para 2006

Dilema: La dinámica de fundamentales y las disparidades de las exportaciones

El fascinante mundo financiero y de las inversiones, encuéntranos en <http://www.bancolombia.com>

Balance Fiscal

Recaudo tributario



Fuente: Bancolombia con datos de la DIAN

El crecimiento económico así como una mayor eficiencia administrativa han permitido mejorar la relación impuestos/PIB

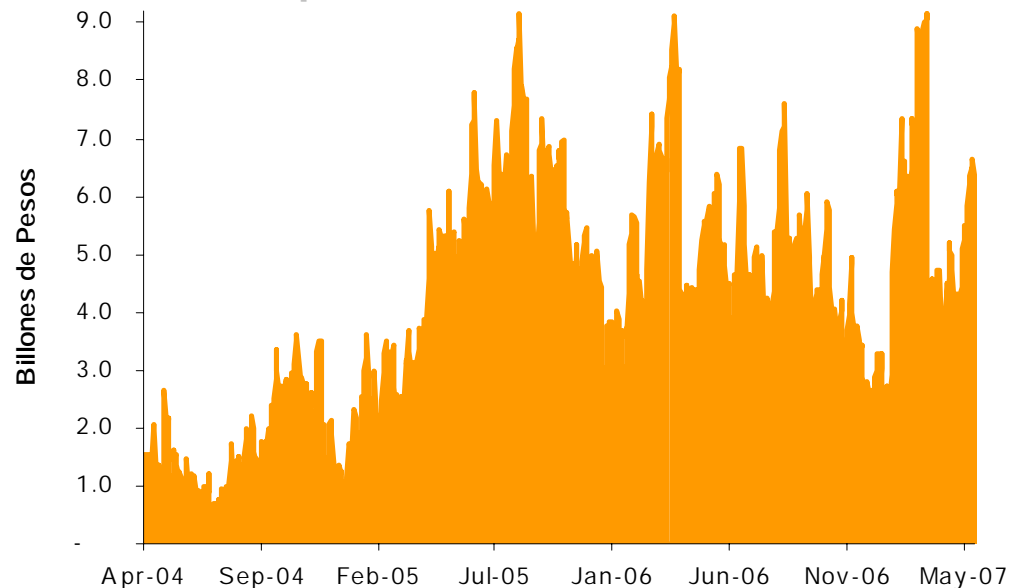
Se espera un recaudo en 2007 cercano a los \$60 billones

Déficit operacional GNC-SPC

Rubro	2006 %PIB	2007pr %PIB
Ingresos Totales	17.57%	18.46%
Ingresos Corrientes	16.05%	16.99%
Ingresos Tributarios	15.97%	16.91%
Ingresos no Tributarios	0.08%	0.08%
Fondos Especiales	0.18%	0.15%
Ingresos de Capital	1.32%	1.32%
Ingresos Causados	0.02%	0.01%
Gastos Totales	21.63%	21.58%
Déficit/Superávit Total GNC	-4.06%	-3.13%
CRSF*	0.35%	0.32%
Déficit a financiar GNC	-4.41%	-3.44%
Déficit/Superávit Total SPNF	-0.98%	-0.98%
Déficit/Superávit Total SPC	-0.84%	-0.63%

*: Costos de restructuración del sistema financiero

Depósitos del DTN en el Emisor



Fuente: Banco de la República, Grupo Bancolombia.

La evolución del precio del dólar le importa al BR y al Gobierno. De allí la coordinación. Cuando el BR compra dólares inyecta a la economía pesos. Los pesos emitidos pueden poner el riesgo la meta de inflación porque afectan la disponibilidad de efectivo (y créditos) y por ello la demanda.



¿Solución? Esterilizar esos recursos. Herramientas: ventana de contracción, venta de TES, disminución de repos de expansión, depósitos del Tesoro en el BR.

Análisis de sostenibilidad de la deuda pública

Variable	Escenario Negativo	Escenario Base	Escenario Positivo	Año	Superávit Primario
Participación deuda interna/deuda total	50%	55%	60%	2001	1,50%
Participación deuda externa/deuda total	50%	45%	40%	2002	1,40%
Tasa de interés real de colocación de la deuda	7,37%	4,92%	3,59%	2003	1,00%
Costo deuda interna (COP\$)	11,00%	9,00%	7,50%	2004	2,50%
Costo deuda externa (COP\$)	14,48%	8,10%	2,90%	2005	3,30%
Costo deuda externa (US\$)	8,00%	6,50%	5,00%	2006	3,70%
Tasa libre de riesgo	4,50%	4,00%	3,50%	Promedio	2,23%
<i>Spread</i> deuda colombiana	3,50%	2,50%	1,50%		
Devaluación nominal largo plazo	6,00%	1,50%	-2,00%		
Inflación anual de largo plazo	5,00%	3,50%	2,00%		
Crecimiento PIB real de largo plazo	3,00%	4,50%	5,50%		
Deuda pública total/PIB	45,00%	45,00%	45,00%		
Superávit primario SPNF / PIB requerido	1,91%	0,18%	-0,82%		

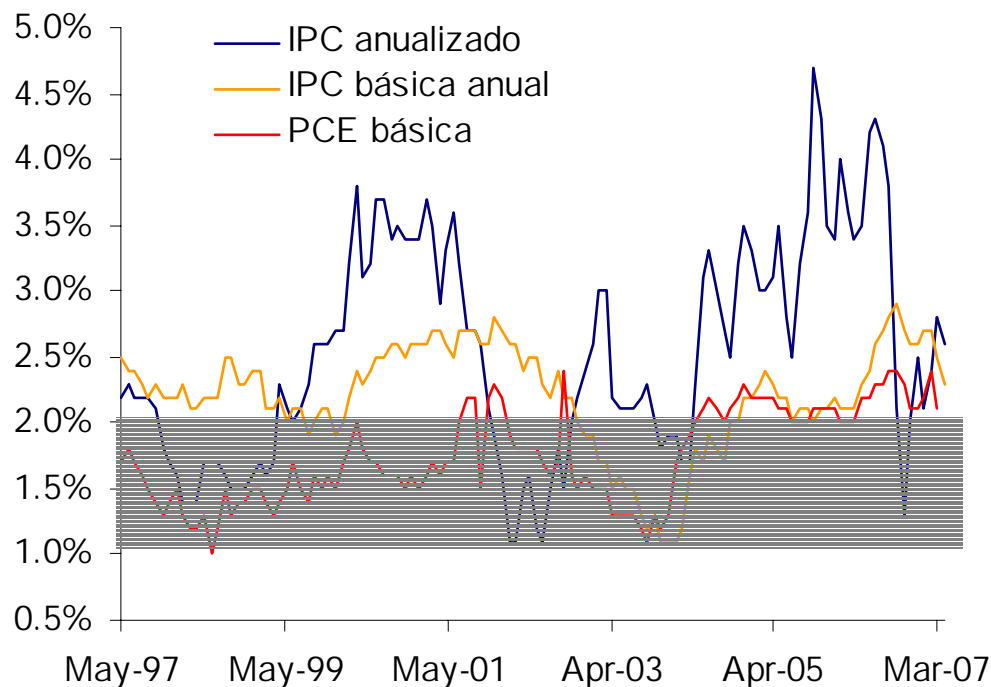
Fuente: Cálculos Organización Bancolombia con base en Ministerio de Hacienda - MFMP

Fuente: Cálculos Organización Bancolombia

La relación deuda/PIB podría bajarse en 2007, hasta el 40% hasta no hace mucho era el mejor de los escenarios. Sin embargo cada vez para ser el escenario central.

Economía de EE.UU e Internacional

EE.UU.: la inflación básica desciende levemente



Fuente: Grupo Bancolombia con base en datos de Bloomberg.

La inflación básica descendió en abril y ahora se encuentra en 2,3%, cercana al 2% nivel "cómodo" para el FED.

Expectativas de tasas

Escenario más probable para movimiento de tasas del FED según los mercado de futuros de Eurodólares

Reunión Fed	21-mar-07	9-may-07	28-jun-07	7-ago-07	18-sep-07	31-oct-07	11-dic-07
Expectativas del Mercado	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
Probabilidad	94.0%	76.0%	72.0%				

Fecha: 01-Jun-2007

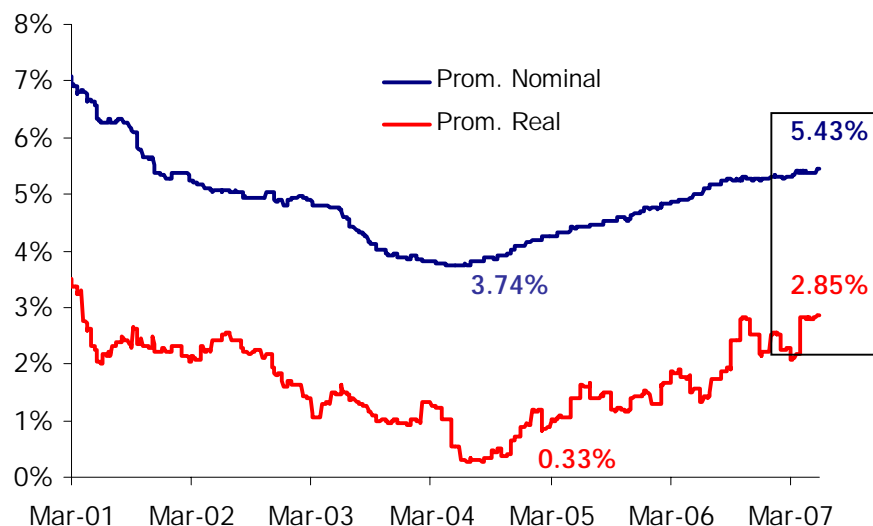
Escenario más probable para movimiento de tasas del ECB según los mercado de futuros de Euribor

Reunión del ECB	6-Jun-07	5-Jul-07	2-Aug-07	6-Sep-07	4-Oct-07	8-Nov-07	6-Dec-07	10-Jan-08	7-Feb-08	6-Mar-08
Expectativas del Mercado	4.00	3.75	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
Probabilidad	75.1%	88.4%	97.3%				93.6%			

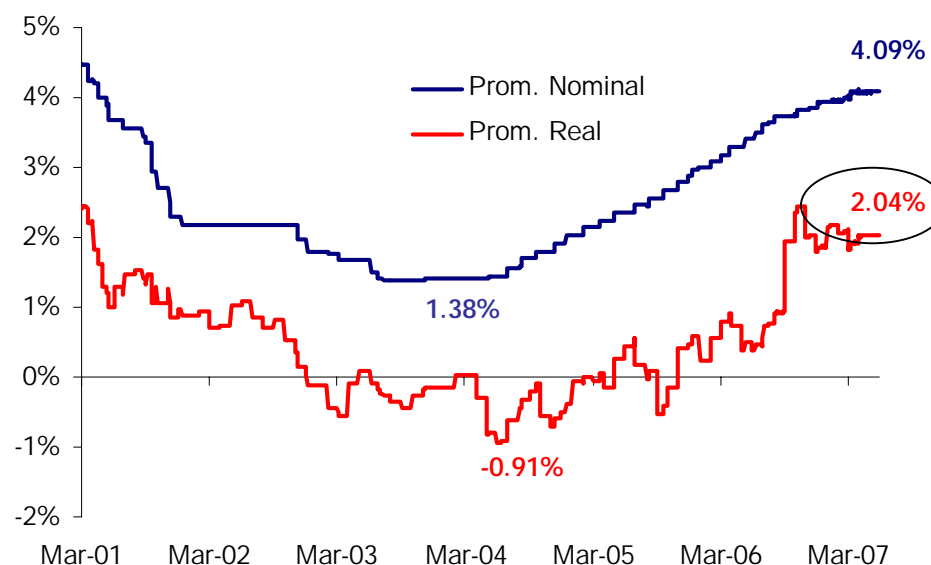
Fecha: 01-Jun-2007

Tasas de Interés Mundiales

(80% del PIB Mundial)



Tasas de Interés Países Desarrollados

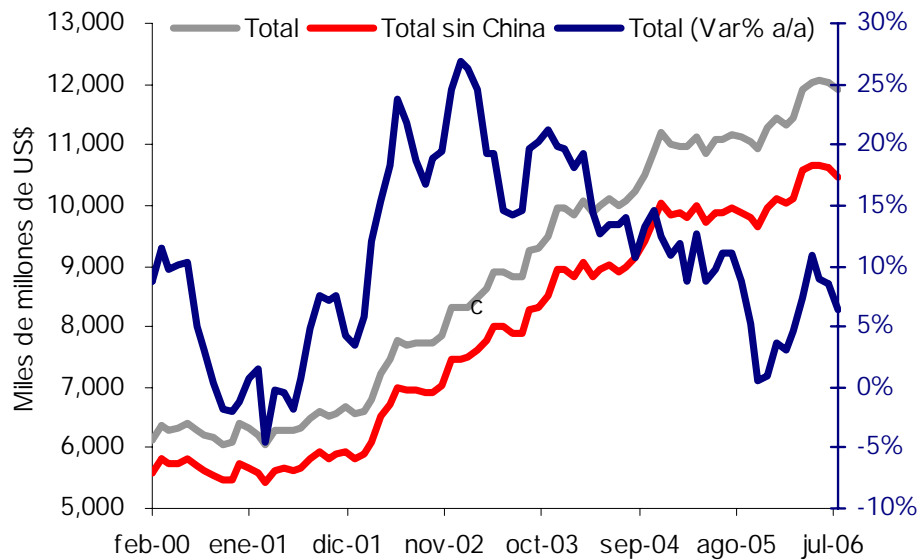


Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia, con base en datos Bloomberg, Bancos Centrales y WEO Abril 2007 del FMI.

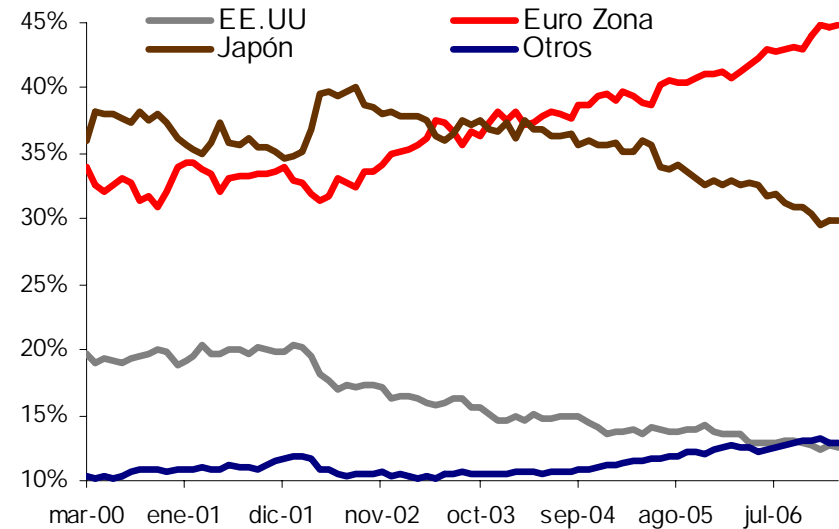
La tendencia alcista de tasas de interés ha sido más fuerte y contundente que la que anticipamos con los futuros de tasas de interés.

Si por un lado las tasas reales han subido en el panorama mundial, obsérvese que han disminuido un poco en países desarrollados. Esto no sería problema en 2007 pero podría serlo en 2008. **Tema central sería nuevo rebote de inflación.!**

Evolución del M1 Mundial



Composición del M1 Mundial



Evolución de la oferta monetaria mundial de dinero (M1) estimada a partir de los saldos de M1 de EE.UU., Canadá, UK, Eurozona, Suiza, Rusia, India, Japón, China, Australia, Corea, Malasia, Indonesia, México y Brasil.

Fuente: Bancos Centrales.

La Eurozona, viene compensando en gran medida la caída en la liquidez en EE.UU y Japón.

Japón una vez la política monetaria en esta última economía vuelve a un funcionamiento un poco mas normal y las condiciones monetarias en EE.UU se volvieron restrictivas producto de los incrementos en tasas por parte del FED..

María Hermida Manrique
Estratega de Deuda Pública
mhermida@bancolombia.com.co
(571) 353 6600 Ext. 5289

Diana Patricia González Merchán
Estratega Mercado Cambiario
diagonza@bancolombia.com.co
(571)3536600 Ext.5894

Diego Fernando Granados
Estratega Mercado Cambiario
digranad@bancolombia.com.co
(571) 3536600 Ext. 5866

Camilo Rivera Pérez
Economista Especial Banco Central
camriver@bancolombia.com.co
(571) 488 5867

Andrés Mauricio Vargas Pérez
Economista Macroeconomía
andvarga@bancolombia.com.co
(571) 488 5865

Ana Carolina Sánchez Castillo
Economista Macroeconomía
anacsanc@bancolombia.com.co
(571) 353 6600 Ext. 5893

Daniel Ignacio Niño Tarazona
Gerente de investigaciones Económicas y Estrategias
danino@bancolombia.com.co
(571) 353 5287

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA*

*Diego F. Baracaldo***
Paola L. Garzón
Hernando E. Vásquez

INTRODUCCIÓN

En los últimos 25 años la inversión extranjera directa (IED) mundial creció a una tasa anual promedio cercana al 14% en términos reales. Este incremento se debe especialmente a los mayores flujos de IED observados en la década de los noventas, período en el cual alcanzó una tasa de crecimiento anual del 32% (Markusen, 1984). Dicho crecimiento ha superado ampliamente el de los flujos de comercio internacional, que en los ochentas alcanzó una tasa del 3,4% real anual y en la segunda mitad de los noventas del 6,2% (Vallejo y Aguilar, 2002). Así mismo, el crecimiento de la IED superó la dinámica del PIB mundial, que en la misma década fue del 3% anual en promedio (*World Development Indicators Database*). Este comportamiento de la IED ha despertado gran interés por analizar cuáles son sus determinantes y sus consecuencias.

En este contexto, el problema objeto de estudio es: ¿por qué los flujos de IED pueden generar mayores tasas de crecimiento económico?

Los flujos de IED son el mecanismo que endogeniza el cambio técnico, por medio de incrementos en el *stock* de capital, y facilita los procesos de transferencia tecnológica, generando mayores tasas de crecimiento. La lógica de este argumento implica conocer cuáles son sus determinantes y cómo éstos pueden tener efectos sobre el crecimiento. No obstante, es importante no caer en determinismos y tener en cuenta que la IED no es el único factor que explica el crecimiento económico; por tanto, se dejan a un lado una serie de hipótesis alternativas que pueden enriquecer el análisis.

Los resultados preliminares de este estudio indican que para una muestra de 92 países con distintas características como: ubicación, nivel de

* Trabajo presentado en el concurso de artículos y ponencias *Yachaywasi* realizado por el Departamento de Economía de la Universidad de Antioquia. Agradecemos la colaboración de Jaime Andrés Niño, profesor de la Facultad de Economía de la Universidad Externado de Colombia, y de Andrés Vargas, economista de la Universidad Externado de Colombia.

** Estudiantes de la Facultad de Economía de la Universidad Externado de Colombia, diego.baracaldo@est.uexternado.edu.co, paola.garzon@est.uexternado.edu.co, y hernando.vasquez@est.uexternado.edu.co

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

ingreso y componentes de las exportaciones, entre otros, los incrementos de la tasa de crecimiento de la IED han tenido un efecto positivo sobre el crecimiento de las economías del mundo entre 1990 y 2001. Este resultado contrasta con los planteamientos de algunos estudios preliminares que enmarcan los beneficios de la IED tan sólo para países con altos niveles de desarrollo. Por ello, en este trabajo se incorporan factores complementarios que evidencian otros canales a través de cuales la IED afecta el crecimiento económico.

En la primera parte se hace una revisión de la literatura relacionada con el tema. En la segunda, se contextualiza el problema dentro del marco de la teoría económica. En la tercera, se revisan cuáles son los determinantes de la IED y los canales mediante los cuales puede influir sobre el crecimiento. En la cuarta, se presenta la aproximación a un modelo teórico y el modelo econométrico a estimar. Para finalizar, se presenta la evidencia empírica y las conclusiones de la investigación.

REVISIÓN DE LA LITERATURA

En la literatura que estudia el impacto de la IED sobre el crecimiento económico se encuentran diferentes resultados positivos y negativos. Sin embargo, la mayoría de los artículos muestra que el impacto es positivo, aunque en todos los casos no es significativo.

Uno de los mayores inconvenientes que enfrentan los autores es determinar los canales por medio de los cuales la IED puede generar mayores tasas de crecimiento. Además, el uso de datos panel para la estimación de los efectos presenta, por lo general, dificultades debido a la heterogeneidad de las unidades de análisis. Por ejemplo, las diferencias en los niveles de ingreso de los países, los niveles iniciales de capital humano, físico y de factores –en ocasiones tan poco estudiados debido a su dificultad de modelar–, la variabilidad en la localización geográfica y en factores históricos, entre otros, disminuyen el grado de significancia de los resultados derivados de este tipo de estimaciones.

Según Borensztein, De Gregorio y Lee (1995), la IED tiene efectos positivos en el largo plazo sobre la tasa de crecimiento de una economía, debido a que se generan transferencias de tecnología por la importación de bienes de capital de alto nivel tecnológico y por transferencias entre filiales de una misma firma. Para sustentar este argumento, realizan un estudio con la IED de 66 países en vías de desarrollo, en dos períodos comprendidos entre 1970-1979 y 1980-1989. El procedimiento que usan para estimar el modelo es la técnica SUR (Seemingly Unrelated Regressions) al que incorporan una

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

serie de variables instrumentales al interior de la estructura de panel, donde la variable dependiente es la tasa de crecimiento del PIB per cápita.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes: i) encuentran una relación positiva y significativa entre IED y crecimiento, que depende de la cantidad de capital humano que existe en el país anfitrión. Lo anterior significa que a mayor nivel de capital humano mayores son los efectos que produce la IED sobre el crecimiento; ii) prueban que la IED tiene un efecto positivo sobre la inversión doméstica debido a que se generan vínculos entre las producciones complementarias, y iii) encuentran que los países con bajos *stocks* de capital humano tienen efectos negativos sobre el crecimiento con la llegada de la IED.

Reichert y Weinhold (2000), por su parte, analizan la causalidad entre crecimiento económico e IED en 24 países en vía de desarrollo para un período de veinte años. Se preocuparon por eliminar el supuesto de homogeneidad sobre las características de los países, utilizado en la mayoría de los modelos econométricos. Lo corrigieron por medio de una técnica que mezcla los efectos fijos y aleatorios dentro de un modelo panel, conocida con el nombre de Mixed Fixed & Random Model (MFR). Se muestra que existe una relación significativa y positiva entre IED y crecimiento económico y una relación positiva para la variable de interacción que relaciona los flujos de IED y comercio. Sin embargo, las varianzas de estas dos variables son muy inestables, e indican que para los 24 países estudiados las relaciones se presentan de forma heterogénea y no son tan directas como lo son para los países analizados como un bloque.

Bruce (2004) identifica los determinantes de la IED y su interdependencia potencial en los diferentes países anfitriones, por medio de la construcción de un modelo gravitacional modificado que establece la relación de la IED con los países de origen, y cómo es influenciada por los países vecinos en donde se realiza la inversión. La variable dependiente del modelo son los flujos bilaterales de la IED entre los países de la OECD para el período 1980-2000. Las variables exógenas se construyeron así: la primera variable identifica un conjunto de características de los países anfitriones¹, la segunda, representa el potencial de mercado, y la tercera, denominada término de autorregresión espacial, captura el efecto producido por los países frontera al país en donde se realizó la IED. Los resultados revelan coeficientes estadísticamente significativos para el primer conjunto de variables y evidencian las ventajas comparativas de realizar este tipo de inversión. Además, se encuentra un coeficiente significativo y positivo en el

¹ PIB, PIB per cápita, distancia, comercio, variables de fricción a la IED y de mercado potencial.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

término de autorregresión espacial, que indica que los países vecinos tienen efectos sobre la decisión del tipo de inversión que se realizará en los países anfitriones.

En otro estudio, Vallejo y Aguilar (2002) identifican los determinantes de la IED, pero adicionalmente establecen cuáles son los efectos de los tratados preferenciales de comercio (TPC) sobre los flujos de IED. Utilizaron un modelo gravitacional entre los países que conforman todos los acuerdos de comercio en Centro y Sur América entre 1990 y 2001, usando los flujos de IED como variable dependiente. Dentro de las variables exógenas se encuentran: un grupo de factores que representa las variables del modelo gravitacional, un grupo de variables que describe el nivel de infraestructura de cada una de las unidades de análisis (países), una serie de variables institucionales que muestran la estabilidad política y otras el grado de apertura, tres *dummies* que indican la pertenencia a un tratado, el pertenecer y comerciar con otro país adscrito al tratado y el pertenecer y comerciar con otro país que no haga parte del tratado y, por último, las variables del panel y el error. En este estudio se concluye que la geografía es un determinante de la IED y que los efectos de los TPC sobre la IED son ambiguos debido a que se pueden generar flujos de IED, su desviación o su eliminación.

Vale la pena mencionar la discusión conceptual y estadística que hacen Levine y Renelt (1991) de varios trabajos empíricos sobre el crecimiento. La primera observación está relacionada con el error que se comete al agrupar en un mismo estudio países con fuertes diferencias económicas y políticas. Como solución a este problema, sugieren una división de países de acuerdo con: ingreso per cápita, producción de petróleo, ingresos provenientes principalmente de recursos naturales y tamaño de población. No obstante, esta solución no elimina totalmente los problemas de heterogeneidad.

La segunda observación conceptual es la poca argumentación en la determinación del período de estudio que, en muchos casos, no tiene en cuenta el componente cíclico y la tendencia de cada país.

En cuanto a la interpretación de los coeficientes, los autores señalan que aunque en la mayoría de trabajos econométricos los coeficientes representan la estimación de la elasticidad o el comportamiento de las relaciones, en los estudios *cross-country* de crecimiento, los coeficientes obtenidos en las regresiones son parámetros que reflejan la interacción entre países y no el comportamiento en el tiempo de un solo país de la muestra.

Adicionalmente Levine y Renelt también señalan los problemas que se presentan en la construcción de las bases de datos y, principalmente, en la medición de variables como el PIB. Para ellos, no es suficiente utilizar una

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

tasa de cambio para hacer comparable el PIB de cada país, sino que debe reflejar el poder de compra de la unidad monetaria. Por último, destacan la importancia de realizar un análisis de sensibilidad que determine la fragilidad o robustez de los resultados.

ESTRUCTURA TEÓRICA

DETERMINANTES DE LA IED

Según Krugman y Obstfeld², se realiza IED cuando ocurren dos tipos de fenómenos: de localización e internacionalización. El primero hace referencia a las diferentes razones que tienen las firmas para desplazar la producción de un país a otro. Los factores que explican este tipo de comportamiento son: las diferencias en las dotaciones factoriales, las diferencias en los precios de los factores y los costos de movilización que se ven reflejados en los costos de transporte y en las barreras arancelarias. El segundo fenómeno se presenta cuando se desea garantizar una mayor estabilidad de los flujos comerciales entre subsidiarias de una misma firma, por la protección de los derechos de propiedad, y cuando existen economías de escala; todo esto con el fin de mantener un mayor control sobre el proceso de producción.

En este sentido la IED depende de cinco factores principalmente: las ventajas comparativas de cada localización, la geografía económica, los costos de comercio, la transferencia de tecnología y el tamaño de los mercados. Sin embargo, estos factores no son los únicos que explican el movimiento de la IED ya que existen características al interior de los países que hacen que este tipo de flujos se puedan incrementar, desviar o disminuir. La IED se puede clasificar así:

1. IED vertical: ocurre entre países industrializados y países en vía de desarrollo, su objetivo es separar el proceso productivo en dos etapas con el propósito de reducir los costos. La primera etapa se realiza en un país capital abundante, mientras que la segunda en un país con bajos costos de producción.

2. IED horizontal con productos homogéneos: ocurre cuando las firmas tienen filiales en diferentes países debido a los altos costos de transporte y a las barreras del comercio. Tiene la característica de ser un factor sustituto de los flujos de comercio internacional.

3. IED horizontal con productos diferenciados: se da en economías de escala y, al contrario de la IED horizontal con productos homogéneos, es

² Ver Krugman (2002).

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA
Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

complementaria a los flujos de comercio debido a su carácter intraindustrial que básicamente se presenta entre países industrializados.

LOS VÍNCULOS DE LA IED CON EL CRECIMIENTO

CANALES DE DEMANDA

Inversión

Hay dos mecanismos mediante los cuales la IED puede tener efectos sobre la inversión. El primero se denomina *crowding out effect* y se refiere a que la IED compite con la inversión nacional por la producción y por la participación en los mercados financieros, provocando efectos negativos. Sin embargo, también se pueden producir efectos positivos en la medida que la IED aumente el tamaño de las firmas del país anfitrión por la realización de actividades complementarias, generando incrementos en la productividad por la difusión del conocimiento y la tecnología entre las diferentes firmas. El segundo efecto se denomina *crowding in effect* y será mencionado más adelante por ser un factor de oferta (Borensztein, De Gregorio y Lee, 1995, 3).

Comercio

Otro canal por el cual los flujos de IED pueden generar crecimiento es el comercio. Éste permite que se lleven a cabo procesos de difusión tecnológica a través de la transmisión de ideas y de nueva tecnología. De esta forma, la importación de bienes de alta tecnología es un mecanismo que hace posible el acceso de las economías en vía de desarrollo al conocimiento más avanzado, gracias a la existencia de empresas multinacionales (EMN) en los países anfitriones (Rodrik y Rodríguez, 1999).

CANALES DE OFERTA

Economías de escala

Los flujos de IED pueden provocar cambios en la productividad de los factores y reflejar rendimientos crecientes al interior de la función de producción, por la utilización de bienes intermedios con menores costos y mejor calidad; fenómeno que termina por inducir tasas de crecimiento económico más aceleradas.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

Stock de capital

El *Crowding in effect* se refiere al *stock* de capital que, por la presencia de EMN en la economía, no sólo está compuesto por capital nacional sino también por capital extranjero, el cual permite el acervo total de capital de la economía anfitriona y el aumento de las posibilidades de crecimiento económico (Borensztein, De Gregorio y Lee, 1995).

CANALES NO TRADICIONALES

Tratados preferenciales de comercio (TPC)

Los TPC pueden tener efectos ambiguos sobre la IED y sobre el crecimiento. Pueden crear, desviar o eliminar flujos de IED en determinadas localizaciones por las condiciones que se introducen en su negociación. Sin embargo, los TPC tienen la facultad de solucionar problemas de inconsistencia temporal (Fernández, 1997), ya que incrementan la estabilidad política y económica y proveen un mejor marco jurídico que permite la llegada de una mayor cantidad de flujos de IED.

APROXIMACIÓN TEÓRICA

El objetivo de esta sección es presentar algunas de las consideraciones teóricas que son utilizadas para estudiar cómo los flujos de IED están relacionados con el crecimiento económico. Éstas constituyen la base del modelo econométrico que se presenta más adelante.

La primera aproximación se deriva de la especificación del modelo de Solow aumentado presentado por Mankiw, Romer y Wheel (1992), quienes incorporan el capital humano y la IED como variables *proxy* de la tecnología, por ser uno de sus principales canales de transmisión. El modelo tiene la siguiente forma³:

$$y = f(y_0, \text{inv}, \text{pop}, \text{hk}, \text{fdi}) \quad (1)$$

donde y es la tasa de crecimiento del PIB, y_0 el nivel de ingreso inicial, inv la inversión, pop la tasa de crecimiento de la población, hk el capital humano y fdi la inversión extranjera directa. El modelo predice que el impacto sobre el crecimiento del nivel de ingreso inicial y la tasa de crecimiento de la

³ Para la formulación más detallada del modelo, ver Mankiw, Romer y Wheel (1992).

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA
Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

población es negativo, mientras que el impacto de la inversión, el capital humano y la inversión extranjera directa es positivo.

Antes de especificar el modelo que se analizará en este estudio, se presenta el modelo que desarrollaron Borensztein, Georgio y Lee (1995), quienes excluyen la inversión y el crecimiento de la población e incluyen la inflación (infl), el consumo gubernamental como proporción del PIB (govc), una *dummie* para los períodos de guerra (war) y una variable que captura la calidad de la burocracia en cada país (buroqual). Su especificación es la siguiente:

$$y = f(y_0, hk, fdi, infl, govc, war, buroqual) \quad (2)$$

La especificación básica de nuestro modelo se puede considerar como una combinación entre estos dos modelos. Además controlamos el efecto de estas variables por las tasas de crecimiento de los flujos comerciales, el nivel de infraestructura y la formación bruta de capital. La especificación es la siguiente:

$$y = f(y_0, fdi, fbcf, hk, apper, infra, durable, instituc) \quad (3)$$

Donde, y representa la tasa de crecimiento del PIB, y_0 el nivel de ingreso inicial, fdi el crecimiento de la inversión extranjera directa, hk el crecimiento del capital humano, $apper$ el crecimiento de los flujos comerciales, $infra$ el crecimiento de la infraestructura, $durable$ una *dummy* que califica el nivel de durabilidad del sistema político, e $instituc$ la estabilidad del marco institucional. Con excepción del nivel inicial de ingreso, se espera que el efecto de todas las demás variables sobre el crecimiento sea positivo.

EVIDENCIA EMPÍRICA

DATOS Y METODOLOGÍA

Para este estudio se utilizó un panel de datos donde se cruzan dimensiones transversales y temporales para 92 países en el período 1990-2001 (ver cuadro 10 del anexo). La principal fuente de información empleada para las variables de crecimiento, comercio, inversión extranjera directa y capital humano, fue la base del Banco Mundial: World Development Indicators 2003. Adicionalmente, se utilizaron datos de la base David Canning y Polity IV para la información referente a infraestructura e instituciones políticas⁴.

⁴ Para ver las variables más detalladas, ver el cuadro 11 del anexo.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

El número de países y la selección del período de investigación dan razón de la disponibilidad de datos para la mayor cantidad de países posibles. Sin embargo, el panel no está balanceado debido a la ausencia de datos en algunos años, especialmente en las variables de capital humano; que no obstante no generan problemas de estimación.

En primer lugar, se realizó un modelo de panel data con la metodología de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) para estimar los efectos de la IED sobre el crecimiento económico. Con esta estimación, se aprecia un alto nivel de correlación entre las variables mencionadas, pero se observan problemas de simultaneidad (ver cuadro 11 del anexo), razón por la cual, es necesario el uso de una metodología distinta.

El uso de modelos dinámicos de series temporales en un conjunto de datos de panel presenta importantes limitaciones. Dado que el análisis de datos de panel convencional supone que la dimensión temporal es fija mientras que el número de observaciones transversales tiende a infinito, es necesario asumir un alto grado de homogeneidad entre las unidades transversales al momento de estimar sus parámetros. Para introducir heterogeneidad en la estimación del modelo existen dos soluciones: introducir efectos fijos inherentes a las dimensiones del panel o dar mayor movilidad a las varianzas de las unidades de análisis. El empleo de cualquiera de estas dos soluciones implica la aparición de dos nuevos problemas. Primero la estimación de coeficientes sesgados en un 80%, y segundo, problemas de endogeneidad entre las variables del modelo (Mahía, 2000).

Aunque existen distintas metodologías para resolver los problemas enunciados, como el método de máxima verosimilitud y el uso de mínimos cuadrados en dos etapas, entre otros, en este estudio se usó el método generalizado de momentos (MGM) desarrollado por Arellano y Bond (1991).

La metodología Arellano-Bond permite solucionar las dificultades que surgen al introducir el supuesto de heterogeneidad entre las diferentes unidades de análisis, mediante el uso de diferencias en las variables de la regresión. De manera complementaria, se recurre al uso de variables instrumentales que resuelven los problemas de endogeneidad entre las variables incluidas. Estas variables instrumentales no deben estar correlacionadas con el error.

El modelo a estimar es el siguiente:

$$\Delta \log \text{PIB}_{it} = \log \text{FDI}_{it} + \alpha \Delta \log \text{PIB}_{it-1} + \beta_0 \Delta \log \text{FDI}_{it-1} + \phi_i X_{it} + \Delta \varepsilon_{it} \quad (4)$$

donde:

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

$\log FDI_{it}$ es el logaritmo de la IED en el país i en el período t , $\Delta \log PIB_{it}$ es la diferencia del logaritmo del PIB en el país i en el período t , $\alpha \Delta \log PIB_{it-1}$ y $\beta_0 \Delta \log FDI_{it-1}$, son los rezagos de las diferencias del PIB y de la IED, respectivamente, y representan a su vez las variables instrumentales del modelo. $\phi_i X_{it}$, es el factor que representa el conjunto de variables exógenas incluidas en el modelo con cada uno de sus regresores, entre éstas: el logaritmo de la IED ($\log fdi_{net_usd}$) que representa lo que en nuestro modelo teórico se denomina fdi ; el PIB per cápita ($\log pibpc_us$) que hace las veces del nivel inicial de ingreso; el crecimiento de la formación bruta de capital ($\log fbcf_gdp$); el crecimiento del capital humano ($\log indexhk$), para el cual se construyó un variable *proxy* que es un índice obtenido a partir de la normalización de las tasas de participación en primaria y secundaria para cada país⁵; el crecimiento del comercio ($\log apper2$), para el que se utilizó una variable *proxy* que se constituye en la tasa de crecimiento de la participación de las exportaciones e importaciones de cada país para cada año dentro del PIB mundial; el crecimiento de la infraestructura ($\log indexinfra$), para el cual también se construyó un índice a partir de los kilómetros de líneas pavimentadas y el número de líneas telefónicas en cada país⁶ y, por último, las variables que califican la estabilidad política e institucional ($durable, instituc$)⁷.

$\Delta \varepsilon_{it}$ representa la diferencia de los errores en cada una de las dimensiones del panel.

Como consecuencia de los resultados de las primeras estimaciones realizadas, tal y como lo señalan Levine y Renelt (1991), se observó que existían problemas ocasionados por la heterogeneidad de los países incluidos en el panel. Se realizó la prueba de Hausman para comprobar la importancia de los efectos fijos (cuadros 3 y 4); el resultado fue positivo y por esta razón se incorporó una nueva serie de variables de control. En este caso se usaron variables de idiosincrasia tomadas del Banco Mundial, con las cuales la estimación logra controlar y recoger los efectos inherentes a las características propias de cada país. Dentro de este conjunto de variables se encuentran la ubicación geográfica, el grupo de ingreso al cual pertenece cada país, su producción de petróleo, su principal componente de exportaciones, ya sea el de productos primarios, manufacturados o de tecnología, y el acceso al mar.

⁵ Ver anexo.

⁶ Ver anexo.

⁷ Ver cuadro 11 del anexo para una descripción más detallada de la especificación de cada variable.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

Finalmente, se recurre al uso de errores estándar robustos para dar solución a los posibles problemas de heteroscedasticidad.

RESULTADOS

A partir de la teoría económica y el modelo planteado, cabe esperar que la IED tenga un efecto directo e indirecto sobre el crecimiento económico. Al estimar dos panel de mínimos cuadrados ordinarios, uno con el crecimiento del PIB como variable dependiente y con el crecimiento de los flujos de IED como variable explicativa, y otro invirtiendo la dependencia entre las variables, se observa que las éstas tienen un alto nivel de correlación y que existe un fenómeno de doble causalidad (cuadro 1), además de la ausencia de otras variables explicativas.

Para solucionar los problemas encontrados, se recurrió al uso de un panel data dinámico con la metodología de Arellano-Bond. Con ello, se obtuvieron cinco regresiones que difieren en el número de variables instrumentales y en las variables de control (variables de idiosincrasia) utilizadas para estimar la ecuación (4).

El principal resultado a destacar es que en todas las estimaciones realizadas, ya sea con errores estándar ordinarios o robustos, se encuentra que el crecimiento de la IED afecta de manera positiva y significativa el crecimiento económico, según lo esperado. Este resultado es de vital importancia si se tiene en cuenta que, dentro del grupo de países seleccionados, existen países de distintos niveles de ingreso, desarrollo y ubicación geográfica, entre otros. Se arguye, entonces, que la IED no sólo ha tenido efectos positivos sobre el crecimiento en países con altos niveles de desarrollo, como se suele pensar, sino que los efectos han sido positivos mundialmente.

En el cuadro 5 de los anexos se observa, además, que los niveles de ingreso iniciales, medidos en términos per cápita, afectan el crecimiento económico de manera negativa y significativa al 5%. Tal y como nuestro modelo teórico lo predecía, no necesariamente países con mayores niveles de ingreso per cápita atraen mayores niveles de IED ni presentan aceleraciones mayores de crecimiento⁸.

El crecimiento del índice de infraestructura afecta de manera negativa y significativa la tasa de crecimiento. Este resultado se debe a la manera en que se construyó el índice: entre mayor es el índice, menores son los niveles de infraestructura del país, y al contrario. Debido a esto, es posible asegurar

⁸ Para mayor profundidad en este tema ver Campos y Yuco (2001).

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

que su signo concuerda con lo esperado en la argumentación teórica del trabajo.

Otra variable que presenta un alto nivel de significancia es la interacción entre la formación bruta de capital y el índice de infraestructura, lo cual refuerza el efecto positivo que tiene la infraestructura sobre el crecimiento económico. Esta regresión se controló con *dummies* que representan la ubicación geográfica de cada país.

En el cuadro 6, se presentan los resultados controlando por la ubicación en el trópico, el acceso al mar, el grupo de nivel de ingreso al que pertenece –según el Banco Mundial–, y el tipo de exportaciones sobre las cuales se sustenta el comercio de cada país. Los resultados son similares a los obtenidos en la cuadro 5, con la diferencia de que al controlar por estas variables el nivel inicial de ingresos pierde significancia.

Los cuadros 7 y 8 son quizá los más relevantes dentro del estudio, ya que se utilizaron 2 rezagos en las variables instrumentales; con lo que el número de observaciones perdidas disminuye con respecto a las primeras dos estimaciones, y se asegura a la vez que el número de variables instrumentales sea suficiente para solucionar los problemas de simultaneidad y endogeneidad dentro del modelo. Aquí, se presenta nuevamente un alto nivel de significancia en el efecto del crecimiento de la IED sobre el crecimiento económico. Adicionalmente, se encuentra que la dinámica de la formación bruta de capital y el nivel de comercio exterior son significativos y afectan de manera positiva el crecimiento económico. Esto se ajusta a lo esperado y estipulado por los modelos de crecimiento endógeno convencionales.

El signo que presenta el crecimiento del índice del capital humano es contrario a lo esperado, pues resulta positivo y significativo en esta regresión y en algunas de las posteriores. Debido a la forma en que se construyó el índice, se esperaba un signo negativo. Este último resultado concuerda con lo encontrado por otros autores como Borensztein, De Gregorio y Lee (1995) y Campos y Yucos (2001).

Por último, en el cuadro 9 se presentan los resultados de la regresión de Arellano-Bond con un rezago del logaritmo de la IED y el PIB como variables instrumentales, además de controlar por la región a la cual pertenece cada país. En esta regresión los niveles de ingreso inicial, nuevamente, toman significancia tanto con errores estándar ordinarios como con robustos, al 5% y al 10% respectivamente. El crecimiento de la formación bruta de capital y los niveles de comercio, en este caso, ya no son significativos y el grado de significancia del efecto del crecimiento de la IED sobre el crecimiento económico disminuye.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

CONCLUSIONES

A diferencia de lo que predicen algunos trabajos y lo que se suele escuchar informalmente, la IED sí tiene efectos positivos sobre el crecimiento económico, independientemente del grado de desarrollo de las economías, su ubicación geográfica u otras consideraciones propias a cada economía. No obstante, el grado de formación bruta de capital, infraestructura y capital humano, y los niveles de comercio exterior de cada economía, son esenciales para lograr tasas de crecimiento mayores y estables en el tiempo, además de reforzar los efectos que tiene la IED sobre el crecimiento.

Los flujos de IED pueden tener una relación positiva con el crecimiento económico, en la medida en que permitan una reducción en el costo de creación de nuevos bienes de capital y puedan transferir tecnología de las empresas extranjeras a las nacionales, por medio de la realización de producciones complementarias. Sin embargo, para que se produzca este fenómeno es necesario que la economía tenga un nivel mínimo de capital humano y físico que permita que el efecto positivo se propague en toda la economía.

Con respecto a la técnica de estimación, se muestra que la variación del método generalizado de momentos (MGM), sugerida por Arellano y Bond, con la adición de variables idiosincráticas de control, soluciona los problemas de heterogeneidad, de simultaneidad y de endogeneidad que suelen presentarse en la estimación de datos panel.

Por último, se debe resaltar que la infraestructura de un país es una de las principales variables que facilita la obtención de mayores niveles de crecimiento en el PIB, si se tiene en cuenta que la IED ha sido una de las principales fuentes para la construcción de infraestructura física, sobre todo en los países en vías de desarrollo. Se puede concluir que el principal canal a través del cual la IED promueve mayores tasas de crecimiento económico es mediante la provisión de infraestructura.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arellano, M. 2000. *Panel Data Econometrics*, Madrid, CEMFI.
- Arellano, M. y S. Bond. 1991. "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies* 58.
- Borensztein, E.; J. De Gregorio y J. W. Lee. 1995. "¿How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?", *NBER Working Papers* 5057.
- Bruce, B.; R. Davies; G. Waddell y H. Naughton. 2004. "FDI in Space: Spatial Autoregressive Relationships in Foreign Direct Investment", *NBER Working Paper* 10939.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

- Campos, N. y K. Yuco. 2001. *Out of Caveats: The Impact of Foreign Direct Investment in Transitions Economies*, Department of Economics, University of Newcastle.
- Clark, X.; D. Dollar y A. Micco. 2004. "Port Efficiency, Maritime Transport Costs and Bilateral Trade", *NBER Working Paper* 10353.
- Fernandez, R. 1997. "Returns to Regionalism. An Evaluation of Non-traditional Gains from RTAs", *NBER Working Papers* 5970.
- Krugman, P. 2002. *Economía internacional: teoría y política*, Madrid, Addison Wesley.
- Levine, R. y D. Renelt. 1991. "Cross-country Studies of Growth and Policy. Methodological, Conceptual and Statistical Problems", *Working Papers* 608, Country Economics Department, World Bank.
- Mahía, R. 2000. *Introducción a la especificación y estimación de modelos con datos de panel*, Madrid, Universidad Autónoma de Madrid.
- Mankiw, G.; D. Romer y D. Wheel. 1992. "A Contribution to the Empirics of Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics* 107, 2, pp. 407-437, May.
- Markusen, J. 1984. "Multinationals, Multi-plant Economies and the Gains from Trade", *Journal of International Economics* 16, 3-4.
- Masahisa, F.; P. Krugman y A. Venables. 1999. *The Spatial Economy: Cities, Regions and International Trade*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Nair-Reichert, U y D. Weinhold. 2001. "Causality Tests for Cross-country Panels: New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 63, 2, Blackwell Publishing.
- Razin, A.; Y. Rubinstein y E. Sadka. 2005. "Corporate Taxation and Bilateral FDI with Threshold Barriers", *NBER Working Paper* 11196, Cambridge.
- Rodrik, D. y F. Rodríguez. 1999. "Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross National Evidence", *NBER Working Paper* 7081.
- Sala-i-Martin, X. 2002. *Apuntes de crecimiento económico*, Barcelona, Antoni Bosch.
- United Nations. 2004. *World Investment Report United Nations*, New York y Ginebra.
- Vallejo, H. y C. Aguilar. 2002. *Integración regional y atracción de inversión extranjera directa: el caso de América latina*, Bogotá, Universidad de los Andes.
- Wooldridge, J. 2001. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.

ANEXOS

Cuadro 1
Panel Data-OLS

	Regresión 1	Regresión 2
	logpib_usd95	logfdinet_usd
logfdinet_usd	0,057*** [0,005]	
logpib_usd95		3133*** [0,252]
Constante	22.849*** [0,090]	-55549*** [6,052]
Observaciones	795	795
N. de códigos	90	90
R-squared	0,18	0,18

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA
Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

Cuadro 2
Panel Data-OLS

	logpib_usd 95	interfbcpri	logpib_usd 95		logpib_usd 95	war	logpib_usd 95
logpibpc_usd95	1,064*** [0,036]		-0,000 [0,000]	logsec	0,007 [0,004]		-0,052*** [0,019]
logfbcf_gdp	-0,075*** [0,023]	interfbfsec	-0,000 [0,000]	logindexinfra	-0,192*** [0,030]	institucionplus	0,024*** [0,004]
logfdinet_usd	0,008*** [0,003]	interinfra	0,404** [0,191]	interfbcfdi	-0,000 [0,000]	constante	14,699*** [0,229]
logpri	-0,001 [0,010]	democ	-0,012*** [0,004]	Observaciones			456
logaper	-0,038** [0,019]	durable	-0,000 [0,001]	N. de códigos			83
				R-squared			0,9

Cuadro 3
Regresiones Tests de Hausman / Metodología panel data

	Efectos fijos logpib_usd95	Efectos aleatorios logpib_usd95		Efectos fijos logpib_usd95	Efectos aleatorios logpib_usd95
logfdinet_usd	0,005 [0,004]	0,011 [0,007]	interfbcfdi	-0,000 [0,000]	0,000** [0,000]
logfbcf_gdp	-0,124*** [0,028]	0,004 [0,054]	interinfra	-0,000 [0,000]	-0,000 [0,000]
lopibpc_usd95	1,137*** [0,050]	0,399*** [0,053]	instituc	0,006 [0,007]	0,036*** [0,012]
logsec	0,006 [0,006]	0,008 [0,012]	democ	-0,011 [0,011]	-0,047*** [0,016]
logpri	-0,018 [0,016]	0,000 [0,032]	Constante	13,150*** [0,564]	8,404*** [0,693]
logaper2	-0,111*** [0,030]	-0,625*** [0,029]	Observaciones	171	171
logindexinfra	0,024 [0,023]	-0,103** [0,040]	N. de códigos	36	36
			R-squared	0,95	

Errores estándar en paréntesis.

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%.

Cuadro 4
Test de Hausman para comprobación de efectos fijos

	Coeficientes		(b-B) Diferencias	sqrt(diag(V_b-V_B)) Error estándar
	(b) fijos	(B)		
logfdinet_~d	0,005459	0,0105129	-0,0050539	.
logfbcf_gdp	-0,1241483	0,00363	-0,1277783	.
lopibpc_u~95	1,136,714	0,3987373	0,7379771	.
logsec	0,0056596	0,0078445	-0,0021849	.
logpri	-0,0178708	0,0004109	-0,0182817	.
logaper2	-0,1110397	-0,624812	0,5137724	0,0076274
logindexin~a	0,024373	-0,1032806	0,1276536	.
interfbcfdi	-7,10e-15	1,59e-13	-1,66e-13	.
interinfra	-3,38e-13	-1,16e-12	8,22e-13	.
instituc	0,0056769	0,0359445	-0,0302676	.
democ	-0,0114915	-0,046877	0,0353854	.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA
Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

b = consistente para Ho y Ha; obtenido de xtreg
 B = inconsistente para Ha, eficiente para Ho; obtenido de xtreg
 Test: Ho: diferencia en coeficientes no sistemáticos
 $\chi^2(9) = (b-B)[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$
 = 1813,23
 Prob > $\chi^2 = 0,0000$
 ($V_b - V_B$ no es definida positiva)

Cuadro 5
 Arrellano-Bond con 3 rezagos en las variables instrumentales y controlado por región geográfica como variables de idiosincrasia

Variables	Errores estándar		Variables	Errores estándar	
	corrientes	robustos		corrientes	robustos
	D.logpib_usd95	D.logpib_usd95		D.logpib_usd95	D.logpib_usd95
L.D.logpib_usd95	0.079 [0.285]	0.079 [0.145]	durable	0.000 [0.000]	0.000 [0.000]
L2D.logpib_usd95	0.265 [0.283]	0.265 [0.209]	instituc	0.000 [0.003]	0.000 [0.002]
L3D.logpib_usd95	-0.064 [0.148]	-0.064 [0.116]	reg_eap	-0.015 [0.022]	-0.015 [0.011]
logfdinet_usd	0.010*** [0.003]	0.010*** [0.002]	reg_eca	-0.022 [0.017]	-0.022** [0.009]
pibpc_us	-0.000** [0.000]	-0.000** [0.000]	reg_mena	-0.029 [0.021]	-0.029** [0.013]
logfbcf_gdp	0.016 [0.017]	0.016 [0.012]	reg_sa	-0.034 [0.024]	-0.034** [0.015]
logindexhk	0.009 [0.011]	0.009 [0.010]	reg_we	-0.012 [0.023]	-0.012 [0.013]
logaper2	0.002 [0.002]	0.002 [0.001]	reg_lac	-0.027 [0.020]	-0.027*** [0.009]
logindexinfra	-0.016*** [0.005]	-0.016*** [0.005]	Constante	-0.151** [0.065]	-0.151*** [0.046]
interfbcfdi	-0.000** [0.000]	-0.000*** [0.000]	Observaciones	78	78
			N. de códigos	32	32

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%.

Cuadro 6
 Arrellano-Bond con tres rezagos en las variables instrumentales y controlado por ubicación en el trópico, acceso al mar, nivel de ingreso, y principal componente de exportaciones como variables de idiosincrasia

Variables	Errores estándar		Variables	Errores estándar	
	corrientes	robustos		corrientes	robustos
L.D.logpib_usd95	0,155 [0,229]	0,155 [0,128]	tropical	0,020** [0,009]	0,020*** [0,006]
L2D.logpib_usd95	0,133 [0,284]	0,133 [0,268]	leg_scan	-0,011 [0,016]	-0,011 [0,015]
L3D.logpib_usd95	-0,084 [0,126]	-0,084 [0,113]	landlock	-0,000 [0,012]	-0,000 [0,009]
logfdinet_usd	0,008** [0,003]	0,008*** [0,002]	y_lowmid	-0,034 [0,022]	-0,034* [0,018]
pibpc_us	-0,000 [0,000]	-0,000 [0,000]	y_upmid	0,008 [0,017]	0,008 [0,014]
logfbcf_gdp	0,003 [0,016]	0,003 [0,015]	y_highoe	0,013 [0,030]	0,013 [0,023]

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA**
Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

logindexhk	-0,002 [0,011]	-0,002 [0,010]	y_hignno	-0.004 [0.026]	-0.004 [0.018]
logaper2	0,004 [0,003]	0,004** [0,001]	x_manuf	0.012 [0.010]	0.012** [0.005]
logindexinfra	-0,019*** [0,006]	-0,019*** [0,003]	x_oil	-0.037 [0.024]	-0.037** [0.018]
interfbcfdi	-0,000 [0,000]	-0,000* [0,000]	x_serv	0.005 [0.018]	0.005 [0.013]
durable	0,000 [0,000]	0,000 [0,000]	Constante	-0.036 [0.093]	-0.036 [0.063]
instituc	-0,001 [0,003]	-0,001 [0,002]	Observaciones	73	73
			N. de código	29	29

Errores estándar robustos en paréntesis; * significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

Cuadro 7

Arrellano-Bond con dos rezagos en las variables instrumentales y controlado por región geográfica como variable de idiosincrasia

Variables	Errores estándar		Variables	Errores estándar	
	corrientes	robustos		corrientes	robustos
	D.logpib_usd95	D.logpib_usd95		D.logpib_usd95	D.logpib_usd95
LD.logpib_usd95	0.233** [0.112]	0.233* [0.125]	instituc	[0.000]	[0.000]
L2D.logpib_usd95	0.055 [0.060]	0.055 [0.056]	reg_eap	-0.014 [0.016]	-0.014 [0.010]
logfdinet_usd	0.010*** [0.002]	0.010*** [0.002]	reg_eca	-0.012 [0.014]	-0.012 [0.010]
pibpc_us	-0.000 [0.000]	-0.000 [0.000]	reg_mena	-0.025 [0.016]	-0.025* [0.013]
logfbcf_gdp	0.027** [0.012]	0.027** [0.012]	reg_sa	-0.019 [0.018]	-0.019 [0.013]
logindexhk	0.013** [0.006]	0.013 [0.008]	reg_we	-0.018 [0.016]	-0.018 [0.012]
logaper2	0.004*** [0.001]	0.004** [0.001]	reg_lac	-0.020 [0.017]	-0.020** [0.009]
logindexinfra	-0.012*** [0.004]	-0.012*** [0.004]	Constante	-0.154*** [0.048]	-0.154** [0.059]
interfbcfdi	-0.000* [0.000]	-0.000* [0.000]	Observaciones	90	90
durable	0.000 [0.000]	0.000 [0.000]	N. de códigos	33	33

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%.

Cuadro 8

Arrellano-Bond con dos rezagos en las variables instrumentales y controlado por ubicación en el trópico, acceso al mar, nivel de ingreso, y principal componente de exportaciones como variables de idiosincrasia

Variables	Errores estándar		Variables	Errores estándar	
	corrientes	robustos		corrientes	robustos
	D.logpib_usd95	D.logpib_usd95		D.logpib_usd95	D.logpib_usd95
LD.logpib_usd95	0.214** [0.108]	0.214** [0.103]	tropical	0.015** [0.008]	0.015** [0.006]
L2D.logpib_usd95	0.044 [0.058]	0.044 [0.053]	landlock	-0.001 [0.009]	-0.001 [0.005]
logfdinet_usd	0.007***	0.007***	y_upmid	0.033***	0.033***

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA**
Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

	[0.002]	[0.002]		[0.009]	[0.009]
pibpc_us	-0.000**	-0.000	y_highoe	0.042***	0.042**
	[0.000]	[0.000]		[0.014]	[0.017]
logfbcf_gdp	0.009	0.009	y_hignno	0.031***	0.031***
	[0.012]	[0.014]		[0.010]	[0.010]
logindexhk	0.004	0.004	x_manuf	0.007	0.007
	[0.007]	[0.006]		[0.005]	[0.005]
logaper2	0.005***	0.005***	x_oil	-0.030*	-0.030**
	[0.001]	[0.001]		[0.016]	[0.013]
logindexinfra	-0.015***	-0.015***	x_serv	-0.009	-0.009
	[0.004]	[0.003]		[0.010]	[0.009]
interfbcfdi	-0.000	-0.000	y_low	0.031**	0.031***
	[0.000]	[0.000]		[0.014]	[0.011]
durable	0.000	0.000	Constante	-0.060	-0.060
	[0.000]	[0.000]		[0.054]	[0.067]
instituc	-0.000	-0.000	Observaciones	90	90
	[0.002]	[0.001]	N. de códigos	33	33

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%.

Cuadro 9

Arrellano-Bond con un rezago en las variables instrumentales y controlado por región geográfica como variables de idiosincrasia

Variables	Errores estándar		Variables	Errores estándar	
	corrientes	robustos		corrientes	robustos
	D.logpib_usd95	D.logpib_usd95		D.logpib_usd95	D.logpib_usd95
LD.logpib_usd95	0.390***	0.390**	instituc	0.002	0.002
	[0.114]	[0.170]		[0.002]	[0.002]
logfdinet_usd	0.007**	0.007*	reg_eap	0.007	0.007
	[0.003]	[0.004]		[0.027]	[0.022]
pibpc_us	-0.000**	-0.000*	reg_eca	-0.022	-0.022
	[0.000]	[0.000]		[0.026]	[0.018]
logfbcf_gdp	0.059***	0.059*	reg_mena	-0.001	-0.001
	[0.015]	[0.030]		[0.027]	[0.014]
logindexhk	0.013	0.013	reg_sa	-0.031	-0.031
	[0.011]	[0.011]		[0.030]	[0.027]
logaper2	-0.001	-0.001	reg_we	0.005	0.005
	[0.002]	[0.004]		[0.028]	[0.017]
logindexinfra	-0.018***	-0.018**	reg_lac	-0.025	-0.025
	[0.007]	[0.008]		[0.031]	[0.019]
interfbcfdi	-0.000***	-0.000	Constante	-0.307***	-0.307*
	[0.000]	[0.000]		[0.073]	[0.164]
durable	-0.000	-0.000	Observaciones	104	104
	[0.000]	[0.000]	N. de códigos	33	33

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%.

Cuadro 10

Países utilizados en la regresión (unidades transversales)

Albania	Czech Republic	Kuwait	Saudi Arabia
Angola	Denmark	Latvia	Senegal
Argentina	Egypt, Arab Rep.	Lebanon	Singapore
Australia	El Salvador	Malaysia	Slovenia
Austria	Estonia	Mauritania	South Africa
Bahrain	Fiji	Mauritius	Spain

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA**

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

Bangladesh	Finland	Mongolia	Sri Lanka
Barbados	France	Morocco	Swaziland
Belgium	Gabon	Mozambique	Sweden
Benin	Germany	Namibia	Switzerland
Bolivia	Greece	Nepal	Syrian Arab Republic
Botswana	Honduras	Netherlands	Tajikistan
Brazil	Hungary	New Zealand	Tanzania
Bulgaria	India	Norway	Thailand
Burundi	Indonesia	Pakistan	Togo
Cameroon	Iran, Islamic Rep.	Papua New Guinea	Tunisia
Canada	Ireland	Paraguay	Turkey
Chile	Israel	Peru	Uganda
China	Italy	Philippines	United Kingdom
Colombia	Jamaica	Poland	United States
Costa Rica	Japan	Portugal	Uruguay
Croatia	Jordan	Romania	Uzbekistan
Cyprus	Korea, Rep.	Rwanda	Venezuela, RB

Cuadro 11
Variables del modelo regresión

Variable	Símbolo	Descripción	Unidad de medida	Fuente	Periodo
Año de la observación	Período				
Código del país	Código			WDI 2003	
Nombre del país	País				
Área km ²	Área		Km ²	WDI 2004	2001
Población total	pop		Número de habitantes	WDI 2005	2001
PIB a precios constantes de 1995 por país	PIB_USD95	El PIB mide la producción total de bienes y servicios de uso final dentro del territorio doméstico de un país dado. El producto interno bruto a precios de mercado es la suma del valor agregado bruto por todos los productores residentes en la economía más impuestos y menos subsidios sin incluir el valor de los productos, se calcula sin hacer las deducciones de depreciación de activos o el agotamiento y la degradación de recursos naturales. La residencia de una institución se determina por el interés económico en el territorio para más que un año.	Dólares de EE.UU. de 1995	WDI 2003	1990-2001
PIB per cápita a precios constantes de 1995 por país	PIBPC_USD95	El PIB per cápita de un país es el PIB dividido por el total de población.	Dólares de EE.UU. de 1996	WDI 2003	1990-2001
Formación bruta de capital	Fbcf_gdp		%PIB	WDI 2003	1990-2001
Inversión extranjera directa neta (US\$ corrientes)	fdinet_usd	La inversión directa extranjera (neta) es la suma del capital en acciones, la reinversión de ganancias y otros capitales de largo plazo y corto plazo.	Los datos están en dólares actuales de EE.UU.	WDI 2003	1990-2001
Grado de apertura económica	APER	Indica el grado de liberalización comercial de cada uno de los países.	Export. + import. (% PIB)	WDI 2003 y cálculos propios	1990-2001
Grado de apertura económica	APER2	Indica el grado de liberalización comercial de cada uno de los países.	Export + import (% PIB mund)	WDI 2003 y cálculos propios	1990-2002
Capital humano	PRI	Inscripciones en primaria, bruto	Índice	WDI 2003	1990-2001

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA**

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

		(%): relación entre todos los estudiantes inscritos en la educación secundaria sin primaria, su edad y el total de inscritos en el nivel de educación primario de acuerdo al grupo de edad que se supone debe estar en este nivel.			
Capital humano	SEC	Inscripciones en secundaria, bruto (%): relación entre todos los estudiantes inscritos en la educación secundaria sin importar su edad y el total de inscritos en el nivel de educación secundario de acuerdo al grupo de edad que se supone debe estar en este nivel.	Índice	WDI 2003	1990-2001
Democracia	DEMOC	Tipo de democracia.	El indicador toma valores entre 0-10	Polity4	1990-2001
Durabilidad de los regimenes Políticos	DURABLE	Duración del sistema político.	Índice	Polity4	1990-2001
Guerra	WAR	Índice de conflictos internos.	Índice	Polity4	1990-2001
Instituciones	INSTITUCIO- NESPLUS	Es la suma de: CBI_PER (tiene un banco Central) + CREGTEL_YEAR (tiene comisión reguladora de telecomunicaciones durante el período) + XCONST + BITS + TLC.	Índice	Jaime A. Niño	1991-2001
Vías pavimentadas	roadkmw	Vías que se han sellado con asfalto o materias semejantes.	Km.	WDI 2003	1990-2001
Líneas telefónicas fijas y móviles	fixmob	Suscriptores a líneas telefónicas fijas y celular.	Tasa por cada 1.000 personas	Canning y WDI 2003	1990-2001
Logaritmo del PIB a precios constantes de 1995 por país	logpib_usd95	La tasa de crecimiento del PIB a precios constantes de 1995.	Log	WDI 2003	1990-2001
Logaritmo del PIB per cápita a precios constantes de 1995 por país	lopibpc_usd95	La tasa de crecimiento del PIB per cápita.	Log	WDI 2003	1990-2001
Logaritmo de la formación bruta de capital	logfbcf_gdp	Tasa de crecimiento de la formación bruta de capital.	Log	WDI 2003	1990-2001
Logaritmo de inversión extranjera directa neta (US\$ Corrientes)	logfdinet_usd	La tasa de crecimiento de la inversión extranjera directa.	Log	WDI 2003	1990-2001
Logaritmo de primaria	logpri	Tasa de crecimiento de las inscripciones en primaria.	Log	WDI 2003	1990-2001
Logaritmo de secundaria	logsec	Tasa de crecimiento de las inscripciones en secundaria.	Log	WDI 2003	1990-2001
Logaritmo de apertura	logaper	Tasa de crecimiento de la apertura.	Log	WDI 2003	1990-2001
Indicador de infraestructura	indexsimple	Construido con líneas telefónicas y vías pavimentadas.	Índice	Canning y cálculos propios	1990-2001
Interacción entre formación bruta de capital e inversión extranjera directa	interfbcfdi	$fdinet_usd * fbcf_gdp$		WDI 2003	1990-2001
Interacción entre formación bruta de capital y primaria	interfbcpri	$fdinet_usd * pri$		WDI 2003	1990-2001
Interacción entre formación bruta de capital y secundaria	interfbcsec	$fdinet_usd * sec$		WDI 2003	1990-2001
Interacción entre formación bruta de capital e infraestructura	interfbcindexinfra	$fdinet_usd * indexsimple$		WDI 2003, Canning y cálculos propios	1990-2001
Economías en transición:	TRANSECON		Dummy	Banco Mundial	1990-2001

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

<i>dummy</i> para economías en transición.					
<i>Dummy</i> para región EAP: Este de Asia y Pacífico	REG_EAP		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para región ECA: Este de Europa central y Asia Central	REG_ECA		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para región MENA: Medio Oriente y Norte de África	REG_MENA		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para región SA: Sur Asia	REG_SA		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para región WE: Europa Occidental.	REG_WE		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para región NA: Norte América.	REG_NA		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para región SSA: África Sub-Sahariana.	REG_SSA		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para región LAC: América Latina y Caribe.	REG_LAC		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para países sin acceso al mar	LANDLOCK		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para fraccionización étnica	ETHFRAC		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
Nivel de ingreso: categorías de ingreso.	YLEVEL		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para ingresos bajos	Y_LOW		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para ingresos medios-bajos	Y_LOWMID		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para ingresos medios-altos	Y_UPMID		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para ingresos altos-OECD	Y_HIGHOECD		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para ingresos altos-no OECD	Y_HIGNNOECD		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
<i>Dummy</i> para países de ingresos bajos y medios como lo define el Banco Mundial.	Y_DEVELOP		<i>Dummy</i>	Banco Mundial	1990-2001
Origen legal británico	LEG_GBR		<i>Dummy</i>	Global Development Network Database	1990-2001
Origen legal francés	LEG_FRA		<i>Dummy</i>	Global Development Network Database	1990-2001
Origen legal socialista	LEG_SOCIAL		<i>Dummy</i>	Global Development Network Database	1990-2001
Origen legal alemán	LEG_DEU		<i>Dummy</i>	Global Development Network Database	1990-2001
Origen legal escandinavo	LEG_SCANDIV		<i>Dummy</i>	Global Development Network Database	1990-2001
<i>Dummy</i> para países	TROPICAL		<i>Dummy</i>	Global	1990-2001

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FLUJOS DE INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA

Diego F. Baracaldo, Paola L. Garzón y Hernando E. Vásquez

tropicales si el valor absoluto de la latitud es inferior o igual a 23.				Development Network Database	
Exportadores de manufacturas	X_MANUF		<i>Dummy</i>	World Development Report	1990-2001
Exportadores de productos primarios diferentes a los combustibles	X_NOFUELPPROD		<i>Dummy</i>	World Development Report	1990-2001
Exportadores de combustibles (principalmente petróleo)	X_OIL		<i>Dummy</i>	World Development Report	1990-2001
Exportadores de servicios	X_SERV		<i>Dummy</i>	World Development Report	1990-2001
Exportadores diversificados	X_DIVER		<i>Dummy</i>	World Development Report	1990-2001
No clasificados por categoría de exportación	X_NCE		<i>Dummy</i>	World Development Report	1990-2001

CONSTRUCCIÓN DE LAS VARIABLES

ÍNDICE DE INFRAESTRUCTURA:

Para obtener esta variable se normalizaron las variables de porcentaje de vías pavimentadas y la de líneas fijas y móviles telefónicas para los 92 países en el período analizado. Luego con las variables obtenidas se construyó el índice, que es el promedio simple entre las dos variables elevado a la $-1/2$.

$$\text{indexinfra} = \left(\frac{\text{roadz} + \text{phonez}}{2} \right)^{-1/2}$$

ÍNDICE DE CAPITAL HUMANO:

Para obtener esta variable se normalizaron las variables de cobertura de educación primaria y secundaria para los 92 países en el período analizado. Luego con las variables obtenidas se construyó el índice, que es el promedio simple entre las dos variables elevado a la $-1/2$.

$$\text{indexhk} = \left(\frac{\text{pirez} + \text{secz}}{2} \right)^{-1/2}$$

ÍNDICE DE APERTURA:

Este índice está comprendido por la suma de las exportaciones e importaciones de cada país como proporción del PIB mundial.

$$\text{aper2} = \frac{X + M}{\text{PIBmundial}}$$

Colombia una oportunidad de oro



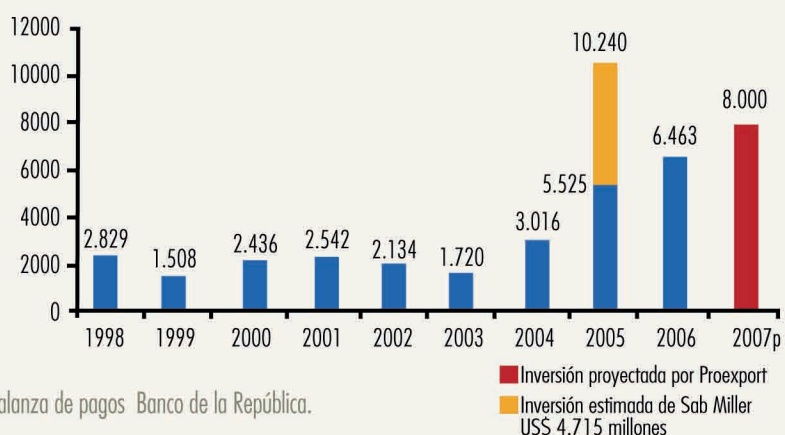
Las 5 razones:

para invertir en Colombia

- 1- Estabilidad Macroeconómica
- 2- Recurso Humano Calificado y Competitivo
- 3- Plataforma Exportadora
- 4- Infraestructura Tecnológica y de Telecomunicaciones
- 5- Múltiples Polos de Desarrollo

Datos Claves

Flujos de IED en Colombia anual (1998 – 2007p) US\$ millones



Fuente: Balanza de pagos Banco de la República.

■ Inversión proyectada por Proexport
 ■ Inversión estimada de Sab Miller
 US\$ 4.715 millones

CONCEPTO	UNIDAD	PERIODO	DATO	DATO DEL AÑO ANTERIOR
Inversión extranjera en Colombia				
Directa	US\$ millones	ene – jun 07	4.019	2.876
Portafolio	US\$ millones	ene – jun 07	-23	-1.500
Demanda y desempleo				
PIB	variación anual (%)	ene - dic 06	6,83	4,72
Tasa de desempleo nacional	(%)	julio 07	11,20	12,50
Precios y tasas de interés				
Índice de precios al consumidor	variación año corrido (%)	julio 07	4,72	3,44
DTF (Efectiva Anual)	promedio anual (%)	ene - dic 06	6,27	6,31
Tasa de cambio				
Tasa de cambio nominal	peso/dólar US\$ promedio	ene - dic 06	2.357,98	2.320,77
Comercio				
Exportaciones (FOB)	US\$ millones	ene - dic 06	24.390	21.190
Importaciones (CIF)	US\$ millones	ene - dic 06	26.162	21.204
Otros				
Reservas internacionales netas	US\$ millones	dic-06	15.435,50	14.947,30
Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia	julio 2001 = 1.000	dic-06	11.161,14	9.513,30
Déficit fiscal	% del PIB	dic-06	5,00	4,80

Fuente: Banco de la República, DANE



Estabilidad Macroeconómica

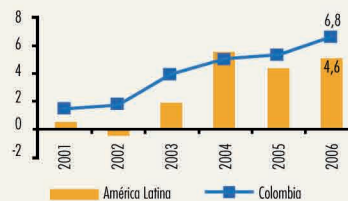


“La economía está muy diversificada, no depende de pocos productores o sectores. Hay estabilidad económica y política”.

John Major, Ex primer Ministro Reino Unido. PORTAFOLIO, febrero de 2007.

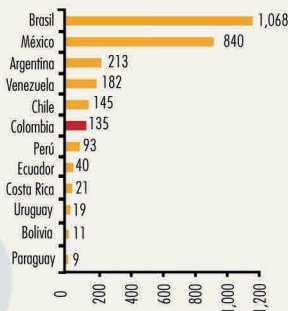
Colombia se destaca entre los países de América Latina por la solidez de su economía frente a los ciclos económicos y a las buenas perspectivas de comportamiento económico para los próximos 12 meses.

Crecimiento del PIB: Colombia vs Latinoamérica (2001-2006)



Fuente: CEPAL, DANE

PIB América Latina (2006)
Precios Corrientes US\$ Billones

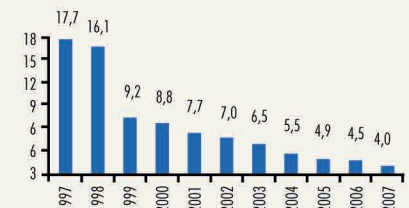


Fuente: FMI y BM, Banco de la República y DANE

Buen manejo de la política monetaria y cambiaria.

- Una de las tasas de inflación más bajas de la región.
- Buen nivel de reservas internacionales (9 meses de importaciones), garantizando cumplimiento de las obligaciones externas.
- José Darío Uribe, “Central Banker of the Year 2006” The Banker.

Inflación Anual (1997-2007)



Fuente: Banco de la República

Desempeño superior al promedio de América Latina.

- Colombia es la segunda economía más grande de la región andina.
- El crecimiento del consumo (aporte al crecimiento del PIB de 3,4% anual) dobla al promedio de América Latina (1,4%), garantizando la demanda por nuevos productos.



Recurso Humano

Calificado y Competitivo



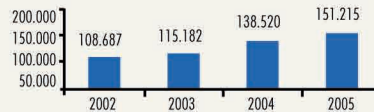
“El trabajador colombiano en los diferentes campos, es un ejemplo de constancia, profesionalismo y compromiso”.

Frank Pierre, Director Ejecutivo, CARREFOUR.

La mayor fortaleza de Colombia es su capital humano, hay un excelente espíritu empresarial que no es muy común en Latinoamérica.

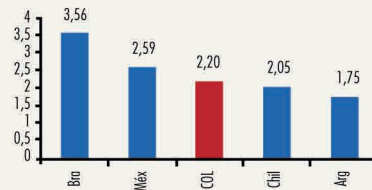
Egresados Totales Educación Superior (2002- 2005)

Número de Egresados



Fuente: Observatorio Nacional para la educación.

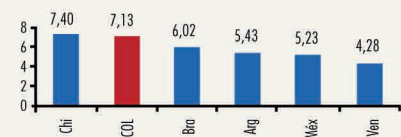
Trabajadores Sector Manufacturero: Compensación Total por Hora (Salarios + beneficios suplementarios)



Fuente: World Competitiveness Yearbook, 2006-2007

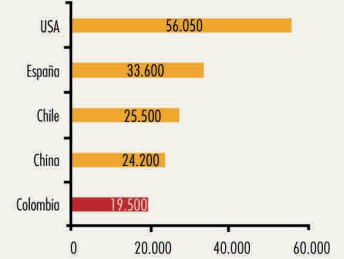
- Entre 2001 y 2006, un total de 10.852 personas recibieron títulos técnicos, tecnológicos, profesionales, especializaciones, maestrías y doctorados en ingeniería eléctrica y afines.
- Para el caso de ingeniería de sistemas y afines se tienen 25.337 personas.

Gerentes Competentes



Fuente: World Competitiveness Yearbook, 2006-2007 (1=pocos; 7,7=ampliamente disponibles)

Remuneración Promedio de Gerentes US\$ al Año

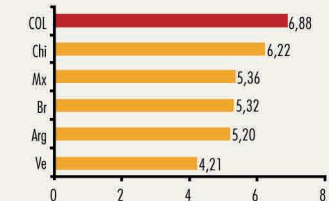


Fuente: World Competitiveness Yearbook 2006-2007

Jornada Diurna y Nocturna

- En Colombia es posible hacer dos jornadas diurnas de ocho horas sin sobrecargo.
- Colombia se diferencia de otros países de la región por no tener repartición de utilidades a los trabajadores.

Disponibilidad de Trabajadores Calificados



Fuente: World Competitiveness Yearbook, 2006-2007



Plataforma Exportadora

“Al estudiar las ventajas, surgieron aspectos contundentes como la ubicación geográfica de Colombia con ahorros significativos en costos de transporte y tiempo de tránsito”.

Ricardo Gálvez, Chief Executive, QUEBECOR WORLD.



Por su posición como punto intermedio entre América del Norte y América del Sur, y sus costas en dos océanos, Colombia se constituye como una estratégica plataforma exportadora para la región y el mundo.

Tiene fácil acceso al mercado norteamericano, europeo, asiático y latinoamericano.

Acuerdos Comerciales

- TLC con Estados Unidos en proceso de ratificación.
- Comunidad Andina - CAN (Colombia, Bolivia, Ecuador y Perú).
- TLC Colombia - Canadá
- TLC Colombia - México.
- Colombia - Chile.
- Colombia - Triángulo Norte (Guatemala, Honduras y el Salvador).
- Acuerdos de alcance parcial con Panamá, Costa Rica, Cuba y CARICOM en el marco de la ALADI.
- Actualmente el gobierno colombiano tiene en su agenda la negociación de otros tratados de libre comercio con la Unión Europea y la ALEC (Asociación Europea de Libre Comercio).

Preferencias Arancelarias

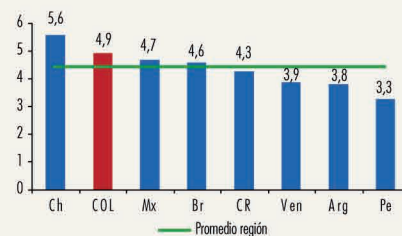
- Con Estados Unidos: ATPDEA.
- Con la Unión Europea: SGP Plus.

Infraestructura Portuaria

- 6 puertos marítimos en el Caribe; 2 en el Pacífico.
- Manejo de más de 85 millones de toneladas al año, lo que representa más del 80% del comercio exterior del país.
- Buenaventura, situado en la Costa Pacífica, es uno de los puertos marítimos más importantes del país. El puerto mueve más del 46,5% del total del comercio internacional de carga general del país.

Infraestructura Aérea

Calidad de la Infraestructura de Transporte Aéreo



(1=en vía de desarrollo; 7=desarrollados como los mejores del mundo)
Fuente: Global Competitiveness Report, 2006-2007

- El Aeropuerto Internacional El Dorado en Bogotá es el número uno en movilización de carga en Suramérica con más de 550 mil toneladas y el tercero en pasajeros con más de 8 millones de viajeros. Está en proceso de ampliación para movilizar 16 millones de pasajeros y 1,5 millones de toneladas de carga.

Principales Aerolíneas Internacionales con Presencia en Colombia

Aerolíneas Argentinas	Cubana de Aviación
Aerpostal	Delta Airlines
Air Canada	Iberia
Air Europa	Lan Chile
Air France	Lloyd Aéreo Boliviano
Air Plus Comet	Mexicana de Aviación
American Airlines	Tame
Avianca	Taca
Copa	Varig
Continental Airlines	



Infraestructura Tecnológica y de Telecomunicaciones

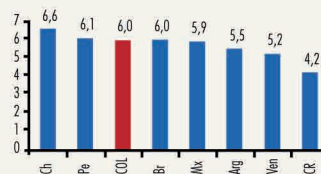


“Su infraestructura portuaria, vial y logística viene modernizándose, lo que le ha agregado competitividad y mayor eficiencia a su oferta comercial”.

Corado de Gennaro, Presidente y Gerente General, JOHNSON & JOHNSON Colombia.

Gracias a la calidad de la infraestructura tecnológica y de telecomunicaciones y al tamaño de su mercado, Colombia representa una oportunidad única en todos los sectores.

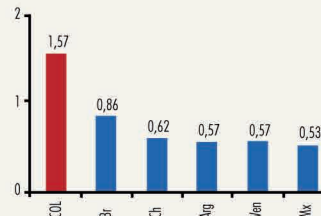
Calidad de la Telefonía y Fax



(1= escasa y difícil de obtener 7= ampliamente disponible y altamente confiable)

Fuente: Global Competitiveness Report, 2006-2007

Inversión en Telecomunicaciones % PIB



Fuente: Global Competitiveness Report, 2006-2007

Parques tecnológicos

El sector cuenta con tres importantes clusters desarrolladores de productos de Software: ParqueSoft, SinerTic e InterSoft.

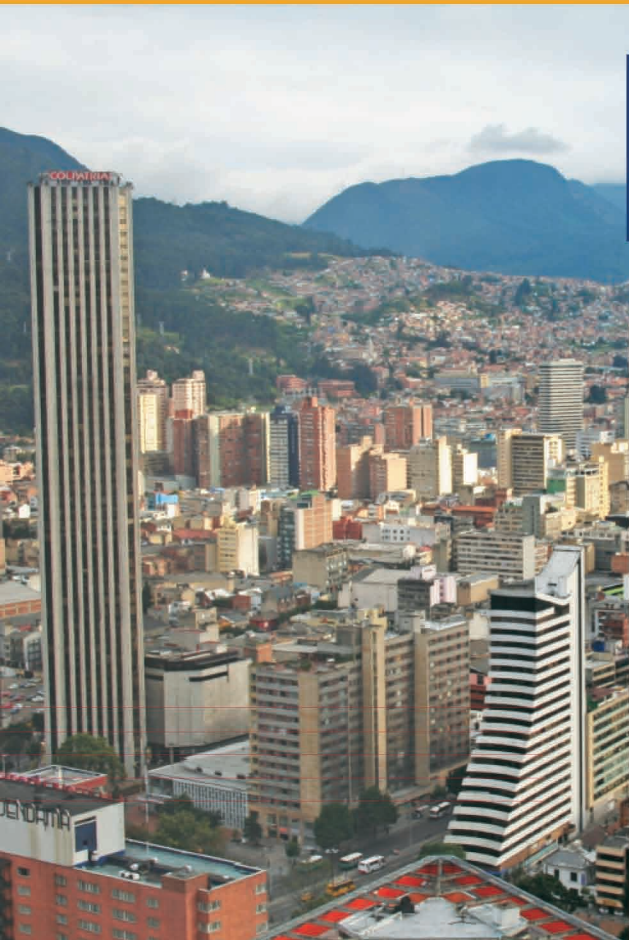
- ParqueSoft: es uno de los clusters de Ciencia y Tecnología Informática más grandes de Colombia; integra doce Parques Tecnológicos de Software.
- SinerTic: modelo empresarial que proyecta para el mercado nacional e internacional, servicios y productos integrados sobre soluciones de punta basados en la tecnología de información y las telecomunicaciones integrado por 12 empresas.
- InterSoft: organización colombiana del sector informático, con sede principal en la ciudad de Medellín y con otra agencia en Bogotá, reúne a 41 empresas y cerca de 20 desarrolladores en Bogotá y 50 en Colombia.

Acceso a cables submarinos

- Alta redundancia en telecomunicaciones para asegurar un flujo continuo de información.
- A Colombia llegan actualmente 4 cables submarinos con los siguientes operadores:
 - Cable Transcaribeño.
 - ARCOS (NWN-Columbus / Sprint / Internexa).
 - MAYA (Sprint / Telefónica / Orbitel / Sky Online / Orange / Comsat).
 - Panamericano (ETB – Telefónica).
- La diversidad de sistemas garantiza que frente a la falla de uno de ellos se pueda redirigir el flujo de datos a los demás.
- Contacto directo con Estados Unidos, Suramérica, Caribe y Europa, además de la interconexión con otros sistemas de cableado submarino.



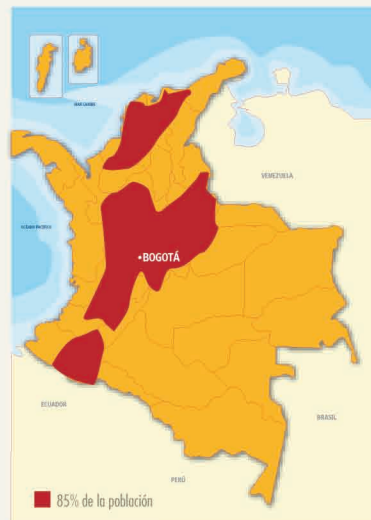
Múltiples Polos de Desarrollo



“Colombia no es solamente competitiva, sus regiones ofrecen mayor diversidad económica que otros países de Latinoamérica”.

Michael Knipe, Colombia In Prime Time - FORBES MAGAZINE

Distribución de la Población en Colombia

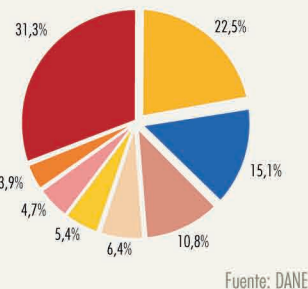


Colombia cuenta con la tercera población de Latinoamérica con más de 42 millones de habitantes y a diferencia de otros países de la región, esta se encuentra distribuida en numerosas zonas urbanas.

Distribución urbana:

- 1 ciudad de más de 7 millones de habitantes: Bogotá.
- 2 ciudades entre 2 y 4 millones de habitantes: Medellín y Cali.
- 5 ciudades entre 500.000 y 2 millones de habitantes: Cartagena, Cúcuta, Pereira, Bucaramanga y Barranquilla.
- 23 ciudades de más de 100.000 y menos de 500.000 habitantes.

Distribución del PIB por Departamentos (2005)
% Participación



Fuente: DANE

- Bogotá D.C.
- Antioquia
- Valle
- Santander
- Cundinamarca
- Atlántico
- Bolívar
- Otros

Más de 700 multinacionales instaladas en diversos sectores de la economía

Principales Multinacionales por Ciudad

Rohm & Haas Company	Barranquilla
Dow Chemical Company	Cartagena
Cadbury Schweppes	Cali
Johnson & Johnson	Cali
Smurfit Kappa Group	Cali
Kruger Inc.	Pereira
Procter & Gamble	Medellín
3M	Bogotá
SABMiller	Bogotá
Nestlé	Bogotá
Telefónica	Bogotá



Comercio Exterior



“Colombia ofrece ventajas logísticas muy competitivas”.

Carlos Dieppa, Gerente General Región Andina, MASTER FOODS.

Las inversiones extranjeras en Colombia gozan de la protección del Estado colombiano a través del trato igualitario cualquiera que sea la actividad a desarrollar en el país.

La inversión extranjera no requiere de ningún tipo de autorización ni requisito mínimo de desempeño para iniciar actividades en el país. El único requisito exigido es el registro de la inversión ante el Banco de la República.

Colombia, bajo los lineamientos de la OMC, ha desarrollado un marco favorable al comercio exterior de bienes y servicios. Dentro de los beneficios más importantes se encuentran:

VUCE: simplificación de trámites de importación y exportación a través de una ventanilla única de comercio exterior.

PLAN VALLEJO: programas especiales de importación y exportación de materias primas e insumos libres de tributos aduaneros.

ALTEX: reconocimiento a empresas altamente exportadoras en la simplificación de sus trámites aduaneros, cambiarios y tributarios, además de ventajas en algunos impuestos.

COMERCIALIZADORAS INTERNACIONALES: creación de sociedades comercializadoras con beneficios tributarios en la adquisición de bienes destinados a la exportación.

USUARIOS ADUANEROS PERMANENTES: facilidades aduaneras para el depósito de bienes que deban ser sometidos a algún proceso o ensamble.

IMPORTACIÓN DE MAQUINARIA: alivios tributarios para la importación de maquinaria industrial que no se produzca en el país destinada a la transformación de materias primas.

Acuerdos comerciales

Colombia cuenta con importantes acuerdos comerciales que le permiten acceder a mercados como el Norteamericano y el Europeo con privilegios arancelarios en un amplio número de productos agrícolas y manufacturados.

Tratados de integración

- Comunidad Andina (CAN) Con Ecuador, Perú y Bolivia.

Preferencias Arancelarias Unilaterales

- (APTDEA) Andean Trade Preference and Drug Eradication Act. Preferencias arancelarias otorgadas por los ESTADOS UNIDOS. Estas preferencias estarán vigentes hasta el 29 de febrero del 2008.
- SGP PLUS, preferencias arancelarias otorgadas por la UNIÓN EUROPEA hasta el año 2016.

Tratados de Libre Comercio

- **Tratado de Libre Comercio entre Colombia y Estados Unidos**, pendiente de aprobación por los congresos de ambos países para entrar en vigencia.
- **Tratado de Libre Comercio entre Colombia y Chile**, pendiente de aprobación por los congresos de ambos países para entrar en vigencia.
- **Acuerdo de Complementación Económica (ACE 59)**, acuerdo con los países del MERCOSUR que brinda oportunidades de exportación en sectores importantes de la economía y permite al país importar bienes de capital y materias primas e insumos a menores costos.
- **Tratado de Libre Comercio entre Colombia y México**, brinda ventajas arancelarias en determinados productos y facilidades para operaciones de comercio exterior. **La desgravación en industria es completa excepto en productos puntuales.**



Impuestos



“Hace más de una década, nuestro país viene fortaleciendo el manejo de su política comercial, tributaria y cambiaria para generar una mayor confianza en la inversión”.

Pedro Enrique Sarmiento Pérez, Socio DELOITTE ASESORES Y CONSULTORES.

El régimen de impuestos colombiano cuenta con tributos del orden nacional y local. A nivel nacional los impuestos son: Renta, IVA y Gravamen a los movimientos financieros. A nivel local los más relevantes son: Industria y Comercio, y el Predial.

Impuesto a la renta

La tarifa única sobre la renta gravable de las sociedades nacionales y extranjeras es del 34% para el 2007 y de 33% para el 2008. Para las Zonas Francas el impuesto a la renta es del 15%.

El impuesto a la renta cuenta con importantes deducciones tales como:

- Deducción del 40% del valor de las inversiones realizadas sólo en activos fijos reales productivos adquiridos.
- El 100% de los impuestos de comercio, avisos y tableros, y predial.
- Deducción del 25% del gravamen a los movimientos financieros.
- Deducción por inversión en acciones de sociedades agropecuarias sin que exceda el 10% de la renta líquida gravable.
- Las cantidades pagadas por las filiales o sucursales, subsidiarias o agencias en Colombia a sus casas matrices u oficinas en el exterior por concepto de gastos de administración o dirección.
- Los salarios pagados a los trabajadores.

Múltiples incentivos sectoriales en forma de rentas exentas tales como:

- Servicios hoteleros prestados en nuevos hoteles que se construyan a partir del 2003 y hasta el 2018, por 30 años.
- Inversiones en cultivos de tardío rendimiento, tales como palma de aceite, caucho y cacao.
- Inversiones en desarrollo de software.

- Servicios de ecoturismo, por 20 años a partir de 2003.
- Inversiones en nuevas plantaciones forestales, aserrios y en plantaciones de árboles maderables.
- El pago principal e intereses, comisiones y demás conceptos relacionados con operaciones de crédito público externo.

Impuesto sobre las Ventas (IVA)

La tarifa general promedio es del 16%, aunque su porcentaje oscila entre el 0% hasta el 35%, variando según el bien o servicio de que se trate. Se resalta que un gran número de bienes y servicios se encuentran excluidos y exentos del impuesto.

Convenios internacionales para evitar la doble tributación

- Países miembros de la Comunidad Andina de Naciones, para evitar la doble tributación entre las empresas con inversión multilateral pertenecientes a tales Estados.
- España, para evitar la doble tributación en el impuesto de renta y patrimonio.

Contratos de Estabilidad Jurídica

Los inversionistas que, entre otras condiciones, realicen inversiones superiores a US\$1,3 millones, podrán suscribir contratos de estabilidad jurídica con el Estado, los cuales les garantizan a los inversionistas que ante modificaciones adversas de las normas que hayan sido amparadas en los contratos como determinantes de la inversión, se les otorgará continuidad en la aplicación de las mismas con una duración de 3 a 20 años.



Zonas Francas



“El nuevo régimen de zonas francas promueve la competitividad y la generación de economías de escala”.

Preston Chiaro, Presidente, ENERGY AT RIO TINTO.

BENEFICIOS LEGALES:

- Tarifa única del impuesto sobre la renta del 15%.
- No se causan ni pagan tributos aduaneros (IVA y arancel) en las importaciones a ZF.
- Posibilidad de exportación desde Zona Franca a terceros países y al mercado nacional.
- Las exportaciones desde Zona Franca se benefician de acuerdos comerciales internacionales.

ZONA FRANCA ESPECIAL (ZFE)

Es el régimen especial que permite solicitar el reconocimiento de Zona Franca a una sola empresa que desarrolle un proyecto nuevo de inversión. Dependiendo del sector en el que el proyecto tenga lugar se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

ZONA FRANCA ESPECIAL DE BIENES

Para su declaratoria se debe realizar una nueva inversión de mínimo US \$ 32 millones y generar 150 empleos directos. Por cada US \$ 5 millones adicionales a la inversión mínima requerida se podrá reducir en 15 el número de empleos a generar. En ningún caso el proyecto podrá emplear menos de 50 personas.

ZONA FRANCA ESPECIAL DE SERVICIOS

Para su declaratoria se requiere cumplir con cualquiera de los siguientes rangos de inversión y empleo:

Inversiones Millones	Empleos Directos a generar
US \$ 2 - US \$ 10	500
US \$ 10 - US \$ 20	350
US \$ 20 - US \$ 32 o más	150

Si el proyecto se desarrolla en diferentes áreas geográficas, excepcionalmente se podrá solicitar la declaratoria de ZFE sobre las mismas.

ZONA FRANCA DE AGROINDUSTRIA

Para su declaratoria se debe realizar una nueva inversión de mínimo US \$ 16 millones o generar 500 empleos directos o vinculados.

ZONA FRANCA DE SOCIEDAD PORTUARIA

Para su declaratoria se debe realizar una nueva inversión de mínimo US \$ 32 millones y generar 20 empleos directos y 50 vinculados.

ZONA FRANCA PERMANENTE (ZFP)

Es el área delimitada del territorio nacional en la que se instalan múltiples empresas que gozan de un tratamiento tributario y aduanero especial.

Clases de usuarios:

El usuario operador es la empresa que solicita el reconocimiento para desarrollar y administrar la ZFP. Para la creación de una nueva ZFP los usuarios operadores deben cumplir los siguientes requisitos:

- El proyecto a desarrollar debe tener un área mínima de 20 hectáreas.
- El usuario operador debe acreditar un patrimonio líquido superior a US \$ 5.5 millones.
- Dentro de los 5 años siguientes a la declaratoria la ZFP deberá tener instalados al menos 5 usuarios que realicen inversiones nuevas superiores a US \$ 10 millones.

Las empresas que pretendan ser reconocidas como usuarios industriales para producir bienes, prestar servicios o realizar actividades comerciales dentro de la ZFP deberán cumplir con los siguientes requisitos de acuerdo con los activos totales de la empresa:

Si los activos totales de la empresa están entre:	Deberá realizar una inversión de mínima	Y generará empleos directos iguales o superiores a:
US \$ 0 - US \$ 100.000	US \$ 0	0
US \$ 100.001 - US \$ 1 millón	US \$ 0	20
US \$ 1 millón - US \$ 6 millones	US \$ 1 millón	30
Superior a US \$ 6 millones	US \$ 2.5 millones	50

Estabilidad Jurídica

“Para el inversionista las reglas del juego claras son lo más importante en el momento de tomar una decisión, por eso en Colombia hemos decidido garantizarlas.”

Luis Guillermo Plata, Ministro de Comercio, Industria y Turismo.



El cambio en las leyes y regulaciones puede afectar las proyecciones de negocios a los inversionistas. Ante este desafío, podrán suscribir **Contratos de Estabilidad Jurídica - CEJ** - para que las disposiciones bajo las cuales se realizó la inversión, se mantengan y no les sean aplicables las modificaciones adversas.

Con este instrumento Colombia busca promover la inversión nacional o extranjera cuyo monto exceda la suma de \$3.257 millones de pesos (163 mil UVT), aproximadamente US\$1.6 millones.

El CEJ se celebra entre el Estado y un inversionista por un término entre 3 y 20 años.

Normas Protegidas: Las regulaciones e interpretaciones vinculantes que el inversionista identifique como determinantes para la realización de su proyecto.

Prima: 1%, sobre el valor de la inversión que se realice en cada año. Cuando existen períodos improductivos, 0.5% del valor de la inversión que se realice en el mismo período.

Limitaciones: No se podrán celebrar contratos sobre normas relativas al régimen de la seguridad social, tributos o inversiones que el Gobierno decreta bajo estados de excepción, impuestos indirectos, medidas prudenciales del sistema financiero, régimen tarifario de los servicios públicos, inversiones extranjeras de portafolio y normas expedidas por el Banco de la República.

CONTENIDO DE LA SOLICITUD

- Identificación del inversionista.
- Descripción detallada del proyecto: modalidades de inversión, estudios de factibilidad técnica, económica, financiera, planos y demás documentación.
- Determinación de la cuantía de la inversión, plazo para efectuarla y cronograma.
- Forma de pago de la prima.
- Transcripción de las regulaciones y razones sobre su importancia y carácter determinante para el proyecto de inversión.
- Término propuesto de duración del contrato incluyendo justificación.
- Efectos económicos y sociales generados con el proyecto (Ej. empleo, generación de divisas, transferencia de tecnología, etc).

Mayor información:

Secretaría Técnica.

Dirección de Productividad y Competitividad
Ministerio de comercio, Industria y Turismo.

www.mincomercio.gov.co



Ministerio de Comercio
República de Colombia



Contactos

OFICINA PRINCIPAL

Colombia, Bogotá
Calle 28 No. 13 A-15, Piso 35
Tel: +57 (1) 327-5454- 560-0100
Fax: +57 (1) 341-5689
infoinversion@proexport.com.co

OFICINAS COMERCIALES EN EL MUNDO

Alemania, Frankfurt
Furstenbergerstrasse 223
60323 - Frankfurt am Main
Tel: (int +49) 40 271 3237
hamburga@proexport.com.co

Bélgica, Bruselas
82 Avenue Franklin Roosevelt
1050 Bruxelles
Tel. +32 (2) 646-6410
Fax +32 (2) 646-6503
clara.goviria@mincomercio.gov.co

Brasil, Sao Paulo
Alameda Santos 1800, Andar 10B
Sao Paulo, CEP 01418 200
Tel: +55 (11) 3171-0165
Fax: +55 (11) 288-2614
saopaulo@proexport.com.co

Canadá, Toronto
2 Bloor Street West, Suite 1005
Toronto, ON M4W 3E2
Tel: + 1 (416) 363-9225
Fax: +1 (416) 363-0808
toronto@proexport.com.co

Chile, Santiago de Chile
Av. Vitacura No. 3568, Of. 508
Tel: +56 (2) 953-5066
Fax: +56 (2) 953-5067
santiago@proexport.com.co

China, Beijing
Embassy of Colombia Commercial Office
Guang Hua Lu 34
100600 Beijing
Tel: +86 (10) 6532-9767
Fax: +86 (10) 6532-9766
beijing@proexport.com.co

Costa Rica, San José
Oficentro la Virgen No. 2
Edificio #4, Piso 2, Pavas
San José, Costa Rica
Tel. +50 (6) 213-4876
Fax. +50 (6) 231-4933
rtirana@proexport.com.co

Ecuador, Quito
Av. 12 de Octubre 1942 y Cordero
Of.1408, Torre A
Edificio World Trade Center
Tel. +593 (2) 222-2969
Fax: +593 (2) 250-4077
quito@proexport.com.co

España, Madrid
C/Claudio Coello, 8 – 4o. Izquierda
Madrid 28001
Tel: +34 (91) 577-6708
Fax: +34 (91) 577-9736
madrid@proexport.com.co

Estados Unidos, Nueva York
140 East 57th Street, 2nd Floor
New York, N.Y. 10022
Tel: +1 (212) 922-9114
Fax: +1 (212) 922-9115
newyork@proexport.com.co

Estados Unidos y el Caribe, Miami
601 Brickell Key Drive, Suite 801
Miami, FL 33131
Tel: +1 (305) 374-3144
Fax: +1 (305) 372-9365
miami@proexport.com.co

Inglaterra, Londres
2 Conduit Street, 6th floor
London, W1S 2XB
Tel: +44 (207) — 491-3535
Fax: +44 (207) 491-4295
london@proexport.com.co

Italia, Roma
Via Pisanelli, 4
00196 Roma
Tel. +39 (06) 322-4400
Fax. +39 (06) 322-5798
Italia@proexport.com.co

México, Ciudad de México
Paseo de la Reforma # 379, Piso 6
Colonia Cuauhtémoc, México DF, CP 06500
Tel +52 (55) 5533-3760
Fax:+52 (55) 5525-0383
mexico@proexport.com.co

Perú, Lima
Av. Jorge Basadre 1580 San Isidro
Tel: +51 (1) 222-1358
Fax: +51 (1) 222-2074
lima@proexport.com.co

Venezuela, Caracas
Avenida Francisco de Miranda
Edificio Parque Cristal
Torre Oeste, Of. TOP-05-04
Urbanización Los Palos Grandes
Tel: +58 (212) 286-6333
Fax: +58 (212) 285-1235
caracas@proexport.com.co

www.proexport.com.co/inversion • www.proexport.com.co/invest
infoinversion@proexport.com.co



Los ciclos de la inversión y su financiamiento en Colombia¹

**Fernando Tenjo G.
Jorge Martínez T.
Enrique López Enciso ²**

Banco de la República, Colombia

Resumen

Este documento reporta los resultados de la aplicación de un *test* de las teorías de estructura de capital aplicado a los datos colombianos. El *test* utiliza un filtro para identificar los picos de inversión. Se encuentra que las empresas en Colombia no realizan siempre su inversión de forma rutinaria sino que esporádicamente emprenden proyectos de formación de capital fijo de mayor envergadura. Es probable que estos proyectos contribuyan más que la inversión rutinaria a la competitividad y productividad de las firmas. En el momento de tomar la decisión de realizar esas inversiones las empresas se alejan de la estructura de capital que tenían previamente.

Palabras clave: estructura de capital, finanzas corporativas, orden de prioridades, teoría de la disyuntiva.

Key Words: capital structure, corporate finance, pecking order, trade-off theory.

JEL classification: G32

¹ Los autores se pueden contactar en las direcciones electrónicas que se relacionan a continuación: ftenjoga@banrep.gov.co; jmartito@banrep.gov.co; elopez@banrep.gov.co.

² Agradecemos los comentarios de José Leibovich a una versión anterior de este documento.

1. INTRODUCCIÓN

Recientemente, se ha generado una interesante discusión acerca de cual de las teorías predominantes de la estructura de capital, balance de costos y orden de preferencias (*pecking order*), describe mejor la elección financiera de las firmas.

Los estudios empíricos realizados para diferentes países y períodos tienden a favorecer la teoría del orden de preferencias asociada al nombre de Myers (1984), entre otros, a partir de dos evidencias: por un lado, la comprobación de la existencia de restricciones financieras en los mercados de recursos y, por el otro, el hallazgo de que las ganancias retenidas son la principal fuente de financiamiento de las firmas. Sin embargo, los resultados de estudios empíricos no son por lo general concluyentes en la medida en que, en ocasiones, pueden interpretarse indistintamente de una u otra teoría. Esto ha llevado a la búsqueda de métodos más precisos para validar las hipótesis que se derivan de dichas teorías.

Un avance novedoso en esta dirección lo constituye el estudio de Mayer y Sussman (2002), cuya metodología tiene tres características. Por un lado, los autores trabajan con información del flujo de caja de las empresas y no con balances. Por otro, aplican un filtro para diferenciar la inversión no rutinaria de las empresas de la rutinaria para concentrarse en el análisis del financiamiento de la primera categoría, esto es, de proyectos indivisibles de gran tamaño. Finalmente, se concentran en los cambios en la estructura de financiamiento de episodios de inversión no rutinaria durante un período que cubre los dos años previos y los dos siguientes a dicho evento. La diferenciación de la inversión de las empresas lleva a una visión diferente del tema del financiamiento, con implicaciones sobre la discusión respecto a teorías de la estructura de capital.

El objetivo de este trabajo es llevar a cabo una aplicación, adaptada a Colombia, de la metodología desarrollada por Mayer y Sussman (2002) en su estudio. La idea es comparar los resultados con los obtenidos en los pocos estudios de estructura de capital de las firmas colombianas y evaluar la conclusión que hace parte de la sabiduría convencional sobre este tema según la cual las empresas en el país se financian, en promedio, en formas iguales entre recursos propios y recursos externos a ellas.

2. TEORÍAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS FIRMAS

Existe un gran número de teorías de las finanzas corporativas pero dos de ellas son las que dominan hoy en día la literatura sobre el tema³. Se podría afirmar que esencialmente, las teorías de la estructura de capital se ubican en una de dos grandes tendencias, de acuerdo a que defiendan o no la existencia de una estructura óptima de capital. Se trata de la llamada teoría del balance entre los

³ Para una presentación detallada de las teorías de la estructura de capital véase Harris y Raviv (1991).

costos versus los beneficios del endeudamiento (*tradeoff theory*), por un lado, y la del orden de preferencia (*pecking order*) por el otro.

La teoría del balance sostiene que las firmas tienen una estructura de capital óptima. Todo distanciamiento de dicha estructura es temporal pues después de algún tiempo la firma retorna a ella. La teoría del orden de preferencias parte de la idea de que no existe esa estructura óptima de capital y que las firmas enfrentan costos diferenciales de las distintas fuentes de financiamiento de la inversión.

2.1 Existencia de una Estructura Óptima

El punto de partida de la teoría del balance es la idea de que un óptimo implica la igualdad en el margen de los costos y beneficios que se pueden derivar de distintos niveles de apalancamiento o estructuras de capital (o de un peso adicional de deuda). Estos costos y beneficios se miden en términos de su efecto sobre el valor de mercados de las empresas, o su función objetivo. En el trabajo de Bradley et al (1984) la teoría se restringía a la disyuntiva entre las ventajas tributarias y los costos de bancarrota causados por la deuda. Posteriormente, la teoría fue ampliada para incluir los efectos de los incentivos. Hoy en día se considera que hay dos enfoques sobre los beneficios que puede tener un mayor endeudamiento: i) las ventajas tributarias del endeudamiento, o ii) una solución a problemas de agencia en la medida en que el endeudamiento es un mecanismo con el que cuentan los accionistas para imponer un mayor control sobre los administradores y absorber parte del flujo de caja de la empresa.

Ahora bien, las ventajas que reporta a las firmas un mayor apalancamiento se “balancean” con los costos que se derivan de él. Adicionalmente, Myers (1977) plantea el modelo conocido como “*Static Tradeoff Model*”. En dicho trabajo el autor sostiene que la estrategia de inversión de una firma que se financia con deuda que implica riesgo es distinta y, de hecho es subóptima, cuando se la compara con la de una firma que se financia sin deuda. Esta pérdida en eficiencia constituye un costo del endeudamiento.

2.2 No Existencia de una Estructura Óptima de Capital

Las teorías que rechazan la existencia de una estructura óptima de capital subrayan la importancia de información asimétrica entre administradores e inversionistas, condiciones de mercado que afectan la valoración de las empresas, factores tecnológicos y sectoriales de las empresas o relaciones de control entre los grupos de interés que participan en las decisiones de financiamiento de las empresas.

El punto de partida de estas teorías son los trabajos de Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), donde se plantea que los inversionistas no conocen con certeza el valor presente neto de las oportunidades de inversión de las empresas, ni tampoco la forma en que ellas pueden ser valoradas si estas oportunidades no se aprovechan. Esta asimetría implica que las firmas, al enfrentar costos de selección adversa, emiten deuda o capital por menos de lo que ellas realmente

valen. De aquí los autores derivan lo que se conoce como un orden de prioridades de financiamiento (“*pecking order*”) por el cual las empresas prefieren financiarse con recursos propios y acudir a deuda y, posteriormente, a acciones cuando las necesidades de financiamiento superan la disponibilidad de estos recursos. Existe una jerarquía en un orden descendente en la forma en que las empresas prefieren financiarse que va de los fondos internos, a la deuda y, posteriormente, a las acciones.⁴

De acuerdo con este enfoque, cambios en el coeficiente de endeudamiento de la empresa no implican un movimiento hacia un nivel óptimo u objetivo de este coeficiente, sino una respuesta a necesidades de recursos externos una vez los internos se han agotado. Y el valor que adquiera este coeficiente en un momento dado es el “resultado acumulado de financiamiento jerárquico a lo largo del tiempo” [Shyam-Sunder y Myers (1999) p. 223]. Si bien, al igual que en las corrientes teóricas que defienden una estructura óptima, aquí el objetivo de las empresas es la maximización de la riqueza de los accionistas, para las teorías del orden de prioridades la estructura de capital queda indeterminada.

El modelo de Myers y Majluf ha sido extendido en varias direcciones. Por ejemplo, Krashner (1986) ha estudiado el caso en donde el tamaño de la inversión es una variable de elección. Heinkel y Zecher (1990), al igual que Narayanan (1988), han obtenido resultados similares a los de Myers y Majluf en un contexto donde la asimetría de información se encuentra únicamente sobre la nueva inversión.

3. Poniendo a prueba las teorías de la estructura de capital

No hay muchas coincidencias en los resultados obtenidos en los ejercicios empíricos sobre la estructura de capital de las firmas, las diferencias están relacionadas con el tipo de información utilizado. Mientras que en los trabajos con datos agregados existe un acuerdo acerca del lugar prioritario que tienen las ganancias retenidas como fuente de financiamiento de las firmas, en los ejercicios con panel de datos es difícil encontrar tal consenso.

Desde un comienzo, Myers (1984), ante la existencia de distintos coeficientes de endeudamiento en pruebas de corte transversal, se preguntó si la explicación se encuentra en que las firmas tienen coeficientes óptimos diferentes o en que los coeficientes observados divergen temporalmente de los primeros. En este contexto se enmarca la literatura que, desde la perspectiva de una estructura óptima, analiza la forma de estimar dicha estructura y la importancia de costos de ajuste que pueden generar las divergencias o desviaciones arriba mencionadas. Junto a estos enfoques dinámicos existe también un volumen aún mayor de estudios que abordan el tema en forma

⁴ Estrictamente hablando, el problema de selección adversa implica que los recursos externos a la empresa, o la deuda de distintos tipos que ella emite, difieren de acuerdo al nivel de riesgo que ellos implican, determinados por el grado en que su costo se afecta por la revelación (señal) que hacen los administradores sobre sus oportunidades de inversión.

estática, esto es, con pruebas sobre las predicciones de la teoría de la estructura óptima a partir de coeficientes observados de endeudamiento.

De otro lado, las diferencias en los resultados obtenidos en los estudios de corte transversal y en los paneles de datos se pueden explicar también porque las prácticas contables difieren entre países. Esta es una dificultad que deben abocar los estudios que están basados en datos individuales de firmas, aunque es un problema que se puede obviar en estudios para un país.

En cuanto a la forma más adecuada de plantear las pruebas para evaluar las distintas teorías, se destacan los trabajos de Shyam-Sunder y Myers (1999) y las críticas de Chirinko y Singha (2000) y Frank y Goyal (2003). En el primer trabajo se examina un panel de 157 firmas con información para el período 1971-1989. El eje de la prueba sobre la validez de las dos teorías mencionadas gira alrededor de la relación que existe entre cambios en el endeudamiento de la empresa y

- el llamado “déficit de financiamiento”, de acuerdo a la teoría del orden de prioridades,⁵ o
- la desviación entre el nivel objetivo y el nivel observado de endeudamiento, de acuerdo con la teoría de la estructura óptima

El “déficit de financiamiento” se debe cubrir, de acuerdo con la identidad contable de fuentes y usos, con la venta (neta) de bonos.

Los resultados del debate no son concluyentes. Shyam-Sunder y Myers (1999) sostienen que su trabajo comprueba que, excepto para las firmas en o cerca de su límite de endeudamiento, la teoría del *orden de prioridades (pecking order)* explica mejor que la de la estructura óptima la varianza en coeficientes observados de endeudamiento en análisis de series de tiempo. Sin embargo, los autores subrayan que mientras es posible eventualmente rechazar el orden de prioridades (*pecking order*), no siempre ocurre lo mismo con la estructura objetivo, a pesar de que ella no sea válida.

Por su parte, Frank y Goyal (2002) cuestionan en varios aspectos las conclusiones de Shyam-Sunder y Myers (1999). Se preguntan si en una muestra más amplia de firmas los hallazgos de esos autores se mantendrían, también si tener en cuenta otras teorías del *tradeoff* llevarán a otras conclusiones y si las emisiones de acciones explican mejor el endeudamiento de las empresas que el déficit de financiamiento. Además, que en la explicación de aquél el déficit de financiamiento pierde poder explicativo en el tiempo frente a “factores tradicionales”, para firmas de todos los tamaños.⁶

⁵ Shyam-Sunder y Myers (1999) definen “déficit de financiamiento”, de acuerdo con la identidad del flujo de caja, como suma de dividendos, gastos de capital, incremento en el capital de trabajo porción corriente de la deuda de largo plazo al comienzo del período, menos el flujo de caja operativo luego de intereses e impuestos.

⁶ Al hablar de “factores tradicionales”, Frank y Goyal (2002) se refieren a aquellas variables que, como se verá más adelante, recogen las predicciones de las distintas teorías sobre los determinantes de la estructura de capital de las empresas. Los autores anotan que estos factores están adecuadamente recogidos en el trabajo de Rajan y Zingales (1995).

Chirinko and Singha (2000) anotan que el coeficiente de uno asociado al déficit de financiamiento ($\beta_{PO} = 1$), en el test de Shyam-Sunder y Meyers (1999),

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_{PO} DEF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ΔD_{it} : deuda neta emitida por la firma i en el período t .

DEF_{it} : déficit correspondiente.

no es, como argumentan los autores, una condición suficiente ni necesaria para que la teoría del orden de prioridades sea válida. El coeficiente podría ser menor que uno cuando la teoría es válida y ser igual a uno cuando no lo es. El problema, afirman Chirinko y Singha (2000), es que en la teoría del orden de prioridades se hace presente una dinámica no-lineal. A medida que los requerimientos de fondos se incrementan, las firmas inicialmente utilizan ganancias retenidas exclusivamente, cuando estos fondos se terminan las firmas recurren al endeudamiento y, a su vez, cuando la capacidad se agota emiten acciones. Este modelo de financiamiento no lineal es difícil de capturar con modelos lineales de panel.

También de importancia metodológica para el contraste de teorías es el trabajo de Fama y French (2002). En este trabajo se examinan las predicciones de las teorías del *tradeoff* y del orden de prioridades con respecto a la estructura de capital y la política de dividendos de las firmas. Los autores argumentan que la mayoría de las predicciones de las teorías concuerdan y que los hallazgos empíricos son consistentes con esos planteamientos compartidos. Encuentran que la deuda se utiliza para los cambios en la inversión y las ganancias retenidas para el corto plazo. También encuentran, como Frank y Goyal (2002), que las compañías pequeñas y de alto crecimiento son las que emiten la mayoría de las acciones. Para ellos este resultado es contrario a la teoría del orden de prioridades.

4. Un nuevo test de la estructura de capital

El trabajo de Mayer y Sussman (2002), en el cual se presenta un nuevo *test* de la estructura de capital de las firmas, se ubica en el contexto del debate sobre si hay o no una estructura óptima de capital.

En el mencionado trabajo se abordan los dilemas que se observan en los resultados de los estudios acerca de la estructura de capital de las firmas. Desde un punto de vista teórico la principal dificultad se encontraría en que el modelo de Myers y Majluf (1984), el cual se cita frecuentemente como la base de la teoría del *pecking order*, no es en realidad una teoría de la estructura de capital, se trata más bien de una teoría de la deuda que explica por qué las acciones son dominadas por la deuda y nunca son utilizadas en el equilibrio. De hecho, se podría construir una teoría de la estructura de capital si se ordenan las emisiones de deuda por su sensibilidad a la información.

Por otra parte, los resultados obtenidos cuando se ponen a prueba las teorías dependen de los supuestos implícitos que se hacen acerca de la utilización de los recursos provenientes de cada fuente. Se supone que los fondos provenientes de los préstamos bancarios son utilizados, en primera instancia, para pagar créditos, mientras que los recursos obtenidos por la emisión de nuevos bonos o de acciones son utilizados para redimir o recomprar los bonos y acciones. Se supone que solo los recursos que resten de esa utilización “primaria” de fondos pueden financiar la inversión. Los fondos internos son los únicos que no corresponden a un uso de primera instancia, por esa razón surge la impresión de que la inversión se financia internamente.

Con el fin de enfrentar ese problema Mayer y Sussman (2002) exploran el análisis de los flujos de fondos netos de un subconjunto específico de firmas, aquellas que registran, en año determinado, un nivel de inversión no rutinario superior a lo que puede considerarse normal. De estos eventos se puede hacer referencia en términos de un “pico” de inversión. La metodología diseñada por esos autores permite mostrar que en el período en el cual las firmas realizan grandes inversiones, los influjos brutos de fondos financieros deben exceder las salidas, estas últimas a su vez dependen de los ingresos financieros de los períodos anteriores. La desagregación del déficit financiero en sus partes componentes permite examinar el papel que la deuda puede jugar en el financiamiento de las grandes inversiones de las firmas.

La prueba empírica de Mayer y Sussman (2002 p. 9) se hace sobre cuatro proposiciones:

Proposición 1 (financiamiento interno): De acuerdo a la POT (pecking order theory), la inversión se financia predominantemente con recursos internos. Los fondos derivados de operaciones corrientes (utilidades retenidas) y reservas acumuladas de períodos anteriores deben ser utilizados completamente antes de acudir a financiamiento externo a la empresa.

Proposición 2 (dominancia del endeudamiento): Bajo el marco de la POT, la deuda es la forma dominante de financiamiento externo. El financiamiento con acciones o capital se da entre empresas de baja calidad.

Proposición 3 (inexistencia de una meta): De acuerdo a la POT, las firmas sólo colocan acciones cuando están cerca de la insolvencia.

Proposición 4 (emisión esporádica de acciones): En presencia de costos fijos, las acciones se emiten con baja frecuencia y en montos grandes.

Estas proposiciones no son todas aplicables al caso colombiano. Como ha sido documentado ampliamente (BID, 2005), en Colombia no se ha desarrollado un mercado de capital profundo y la principal fuente de financiamiento externo para las firmas es el crédito bancario. Esto lleva a que solamente algunas de las proposiciones de Mayer y Sussman (2002) sean de interés para el caso de la economía colombiana. Se trata del peso relativo de recursos propios y del

endeudamiento como formas de financiamiento de las firmas (proposición 1 y 2)⁷.

5. Metodología y Datos

Con el fin de evaluar las proposiciones mencionadas en el presente trabajo se acude a una versión modificada del *test* de Mayer y Sussman (2002). En esencia, se utiliza un filtro que genera una base de datos en la cual cada observación es una serie de cinco años de información a nivel de firma con un pico de inversión en el medio. En esa medida el énfasis se encuentra en los períodos alrededor del pico de inversión y en la distinción entre grandes inversiones e inversión rutinaria. Con esto, se puede examinar tanto el proceso dinámico como el grado de reversión del apalancamiento alrededor del pico.

5.1 Datos

El ejercicio se lleva a cabo para una muestra con información tomada de los del anexo de los balances de las empresas reportados a la Superintendencia de Sociedades que contiene el flujo de caja de las mismas. Las variables analizadas son entonces flujos originalmente reportados y no flujos construidos a partir de cambios en rubros de los mismos balances. La información básica corresponde a 25782 empresas para el periodo (1997-2005). De esas empresas 5787 tienen información completa por lo menos para un período de cinco años consecutivos (1997 – 2001, 1998 – 2002, 1999 – 2003, 2000 – 2004, o 2001 – 2005). Algunas pocas empresas repiten más de un período, el requisito mínimo es que tengan información completa en al menos uno de ellos. Esto último quiere decir que es posible también que algunas empresas dentro de la muestra hayan dejado de operar pero que cuando existieron reportaron información completa en al menos cinco años dentro del período 1997-2005. En los últimos cuatro años de la muestra (2002 – 2005), 7675 firmas tienen información para todos los años comprendidos en ese período, mientras que 4675 tienen información completa para 2001 – 2005.

En el anexo 1 se presenta un cuadro resumen de las 3994 empresas con información completa para los nueve años de la muestra. Es notorio el alto grado de concentración de la inversión en unos pocos sectores.

Una vez se hace una primera depuración de la muestra, en la siguiente etapa se hace una agregación de la información, siguiendo a Mayer y Sussman (2002). Estos autores proponen que la agregación se realice de acuerdo con las siguientes categorías:

⁷ Existen pruebas indirectas de la relevancia de la POT que han sido aplicadas en Colombia con resultados positivos. Un primer ejercicio verificar si la inversión de las empresas es sensible al nivel de las variables de liquidez (flujo y stock) de los balances. Un coeficiente positivo y significativo es evidencia de restricciones de liquidez (información imperfecta) en las decisiones de inversión de las empresas [ver Arbelaez y Echavarría (2001), Echavarría y Tenjo (1993) Tenjo (1995)]. Otro ejercicio parte de la hipótesis de que la estructura de capital de las firmas se mueve en relación inversa con sus recursos propios. Un coeficiente negativo y significativo en la regresión correspondiente valida esta predicción de la POT [Ver Tenjo, López y Zamudio (2006)].

$$I_{it} = OPR_{it} + EQUITY_{it} + LTDEBT_{it} + OTHER_{it} \quad (2)$$

Donde,

<i>I</i>	= inversión fija
<i>OPR</i>	= flujo de caja de operaciones después de impuestos
<i>EQUITY</i>	= financiamiento neto con capital
<i>LTDEBT</i>	= financiamiento neto de largo plazo
<i>OTHER</i>	= suma de todas las otras variables. Incluye “cambios en activos líquidos y ‘otros’.
<i>t</i>	= es el índice para el tiempo
<i>i</i>	= es el índice para la firma

Los valores del lado derecho de la ecuación pueden ser positivos (fuente de recursos) o negativos (uso de recursos).

Los rubros propuestos no tienen una total equivalencia con la información obtenida de los balances de las firmas colombianas. Por esa razón se hace necesario hacer unas adaptaciones a la realidad de las cifras en el país.

- Un primer cambio se origina en la imposibilidad diferenciar con precisión la composición de las operaciones corrientes de las empresas, tanto por el lado de usos como por el de fuentes. En consecuencia, los recursos propios de las empresas colombianas, la variable *OPR*, incluyen otras rubros que van a financiar inversiones permanentes (probablemente de carácter financiero), compras de otros activos, etc., todo lo cual aparece inflando el rubro *OTHER*. Esto puede generar sesgos en la relación entre recursos propios e inversión y en aquella entre recursos propios y deuda, la cual según que Mayer & Sausman, es inversa.
- En segundo lugar, fue necesario incluir el endeudamiento de corto plazo en la identidad (2) (en Mayer & Sussman es sólo de largo plazo), debido a que se encontró que el peso de la deuda de largo plazo en el financiamiento de la inversión de las empresas es estadísticamente despreciable.
- Finalmente, se introdujeron en el análisis consideraciones temporales que no fueron tenidas en cuenta en el trabajo de Mayer & Sussman. Para esto, se identificaron empresas con pico de inversión en distintos años con el fin de examinar si el número de estas empresas cambia con el momento del ciclo de la economía colombiana en el período analizado.

Por último, todas las variables están expresadas en términos reales y fueron deflactadas por el índice de precios al consumidor (IPC) producido por el Departamento Nacional de Estadística (DANE).

5.2 El filtro

Como se aclaró en la introducción el objetivo central de este trabajo es poner en prueba la validez de las teorías de las finanzas corporativas. El énfasis particular se hace en el aspecto que se refiere a la evolución de la estructura de capital cuando hay se tienen en cuenta los requerimientos de inversión. En ese sentido, el filtro propuesto por Mayer y Sussman (2002) fue diseñado para identificar empresas con picos de inversión en un año determinado. El pico se encuentra en una serie de inversión de cinco años de longitud que cumple con el siguiente patrón:

$$[1,1,(2 \text{ o más}),1,1] \quad (3)$$

Donde “1” representa el *nivel base* de inversión no pico y “2” es el cociente mínimo del pico respecto al nivel base de inversión.

El filtro examina la información bruta registro por registro buscando por un patrón de inversión que se ajuste a (3). Para esto en el procedimiento se cumplen las siguientes etapas:

* Paso 1. Computar el nivel base de inversión.

$$b_{i,t} = \frac{I_{i,t-2} + I_{i,t-1} + I_{i,t+1} + I_{i,t+2}}{4} \quad (4)$$

Dado el nivel base de inversión, el patrón de inversión, $p_{i,t+j}$, se define como el nivel base no pico y el doble del nivel base pico:

$$p_{i,t+j} = \begin{cases} 2b_{i,t} & \text{si } j = 0 \\ b_{i,t} & \text{en otro caso} \end{cases}, j = -2, \dots, +2 \quad (5)$$

* Paso 2. Cálculo de la suma de errores al cuadrado a partir de $p_{i,t+j}$:

$$ER_{ij} = \frac{\sqrt{\sum_{j=2}^2 u_{i,t+j}^2}}{b_{i,j}} \quad (6)$$

Sin embargo, como se definió un pico como el doble o más del nivel base, se consideran desviaciones positivas respecto al pico como un ajuste perfecto, con lo cual,

$$u_{i,t+j} = \begin{cases} \min(0, I_{i,t+j} - p_{i,t+j}) & \text{si } j = 0 \\ I_{i,t+j} - p_{i,t+j} & \text{en otro caso} \end{cases}, j = -2, \dots, +2 \quad (7)$$

El resultado es un “mapeo” de cada registro (excluyendo, para cada firma, su primer año y sus dos últimos años) en el número definido en la ecuación (6), el cual mide la calidad del ajuste de estos cinco años de información al patrón de la ecuación (5). El nivel requerido de ajuste para calificar un pico de inversión es un asunto de juicio subjetivo. Mayer y Sussman escogieron un valor de corte de 0.25 para ER.

5.3 Aplicación del filtro y definición de la muestra

Una primera idea de los resultados de la aplicación del filtro a la muestra de empresas se observa en el cuadro 1, allí se detalla el proceso de depuración de la muestra antes y después de la utilización del filtro. La primera línea del cuadro registra los distintos sub-períodos de cinco años que se pueden construir dentro del período total de información disponible (1997-2005). En la misma línea aparece también el año en el cual debería encontrarse el pico de inversión. Las empresas disponibles, o en otras palabras las que tienen información para cada sub-período, están registradas en la línea siguiente.

Cuadro 1
Ajustes a la Muestra

período año pico	Grupo 1 1997- 2001 1999	Grupo 2 1998-2002 2000	Grupo 3 1999-2003 2001	Grupo 4 2000-2004 2002	Grupo 5 2001-2005 2003
Muestra Completa 1/	4356	4374	4680	4910	4876
Menos (2 años = 0) 2/	1694	1701	1897	2004	1988
Menos (I_t / b_t) > 10 3/	54	58	45	56	45
Menos de empresas ER > 0.25	2386	2371	2451	2575	2541
Número de empresas $0 \leq ER \leq 0.25$	222	244	287	275	302
Valores extremos $80 < (FNO/b_t \text{ o } resto/b_t) < 80$ 4/	24	19	28	28	33
Muestra Final	198	225	259	247	269

1/ Muestra de cinco años completos según NIT Reportados

2/ Eliminación de ceros

3/ Eliminación de ruidos

4/ Eliminación de ruidos Extremos y Balances en Cero

Esta primera depuración de la base de datos se hace con el criterio de información completa, eliminando las empresas que no tengan información en dos años consecutivos. Posteriormente, se aplican los criterios definidos para la utilización del filtro. Se eliminan las empresas que en cualquier año tengan un valor superior a 10 en la relación inversión/nivel base de inversión (I_t/b_t). También se eliminan las que presenten un ER (suma de errores al cuadrado) superior a 0.25 de acuerdo con el criterio definido por Mayer-Sussman. Finalmente, se eliminan las empresas que presentan valores extremos en otras

variables distintas a la inversión. Las firmas restantes después de este proceso aparecen en la última línea del cuadro.

Con el anterior procedimiento se obtiene una muestra final que está reportada en la última línea del cuadro. El número de empresas consideradas para cada sub-período es de 198, 225, 259, 247 y 269 para los distintos años considerados. Esas son las empresas que presentan picos de inversión en los años 1999 a 2003.

En el anexo 1 se observan los resultados obtenidos con la aplicación del filtro para identificar picos de inversión. Como puede observarse, en cada caso es posible identificar un patrón bien definido para la inversión de las empresas en el tiempo: esta variable registra una magnitud similar al promedio en los años anteriores al pico, aumenta hasta alcanzar un máximo y retorna al nivel precedente en los dos años que siguen al pico.

En cuanto al tamaño de los picos, se observa que la inversión sigue un patrón muy bien definido en los sub-períodos considerados. El tamaño relativo del pico en los diversos años cambia en realidad muy poco, aunque es notorio que en los primeros años de la muestra el tamaño es ligeramente mayor. En 1999 la inversión es 2.6 veces el nivel de la inversión, en 2000 es 2.5, en 2001 es 2.5, en 2002 es 2.5 y en 2003 es 2.4. El panel final del cuadro, que colapsa todos los eventos de inversión pico en uno solo, independientemente del momento en que ocurre, corresponde con ejercicio el realizado por Mayer&Sussman.

En la primera columna se evidencia claramente el ciclo de la inversión de las empresas, marcando así una clara diferencia entre inversión rutinaria e inversión no rutinaria.

6. Resultados: financiamiento de la inversión

En el gráfico 1 también se examina la evolución de los otros componentes de los flujos de fondos los alrededores del año cero (t en el cuadro) o pico de inversión. Para esto se parte de la identidad (2) donde todos los agregados considerados son normalizados por el nivel base de inversión (b), el cual, como ya se dijo, corresponde a la inversión promedio en los años alrededores del pico.

De otro lado, se comparan los valores de cada variable del lado derecho de la identidad frente al valor de la inversión base del grupo de firmas y frente al valor de la inversión en el año pico. Se observan los cambios de estos valores en los distintos años, antes y después del pico.

Una vez identificados los picos de inversión el paso siguiente es determinar la forma como las empresas acomodan sus fuentes de recursos para financiarlos. Al respecto hay que destacar el comportamiento de la deuda de corto plazo, la cual sigue un patrón similar al de la inversión. Sistemáticamente, en casi todos los sub-períodos, con la única excepción del subperíodo 1999-2003, se observa un pico en la deuda de corto plazo que coincide con el registrado para

la inversión. El orden de magnitud del pico de esta variable puede variar y en algunos casos se encuentra por encima y en otros por debajo del pico de inversión. En el promedio para todo el período el pico de la deuda de corto plazo tiene una magnitud muy parecida al pico de inversión. Los restantes rubros, en particular los recursos propios, no presentan un patrón sistemático como en el caso de la deuda de corto plazo.

Lo anterior quiere decir que la inversión no rutinaria de las empresas, sus picos de inversión, se financian esencialmente con un mayor uso de crédito de corto plazo, el cual regresa a niveles normales cuando se trata de inversión rutinaria.

Finalmente, vale la pena destacar también que los cambios en los niveles de inversión y de financiamiento tienen lugar sin que se registren cambios en la estructura de capital de las empresas, medidos ya sea por la relación deuda/activos como por el coeficiente pasivos/patrimonio. El valor de ambos parámetros permanece inalterado durante todo el ciclo de la inversión.

Un ejercicio similar se puede hacer teniendo en cuenta el tamaño de las empresas. En la muestra filtrada es posible obtener un número reducido de pequeñas empresas de acuerdo con el criterio oficial por valor de activos. Por esa razón se colapsan las pequeñas empresas en las medianas, con lo cual al final se obtienen resultados de la aplicación del ejercicio solamente para dos grupos de empresas: medianas (activos totales entre quinientos uno y quince mil salarios mínimos) y grandes (con activos superiores a quinientos salarios mínimos).

En los gráficos 2 y 3 se registran los resultados teniendo en cuenta el tamaño de las empresas colombianas en la muestra. También en este caso se trata de la identidad (2), con los flujos divididos por el nivel base de inversión o, en otras palabras, por el nivel promedio de inversión en los años distintos al del pico. Se calculan los tamaños promedios de los picos para las empresas grandes y para las medianas. También se estima el tamaño del pico para los diferentes sub-períodos.

Se observa, en primer lugar, que las empresas grandes y medianas siguen un patrón similar al del total de las empresas, en cuanto se refiere a la inversión. Sin embargo, hay que destacar una diferencia en el tamaño del pico en los dos grupos de empresas. En promedio el tamaño del pico es superior en las empresas medianas, 2.6, que en las empresas grandes, 2.4. En los sub-períodos los picos de inversión de las empresas medianas son mayores en los primeros años que en las empresas grandes.

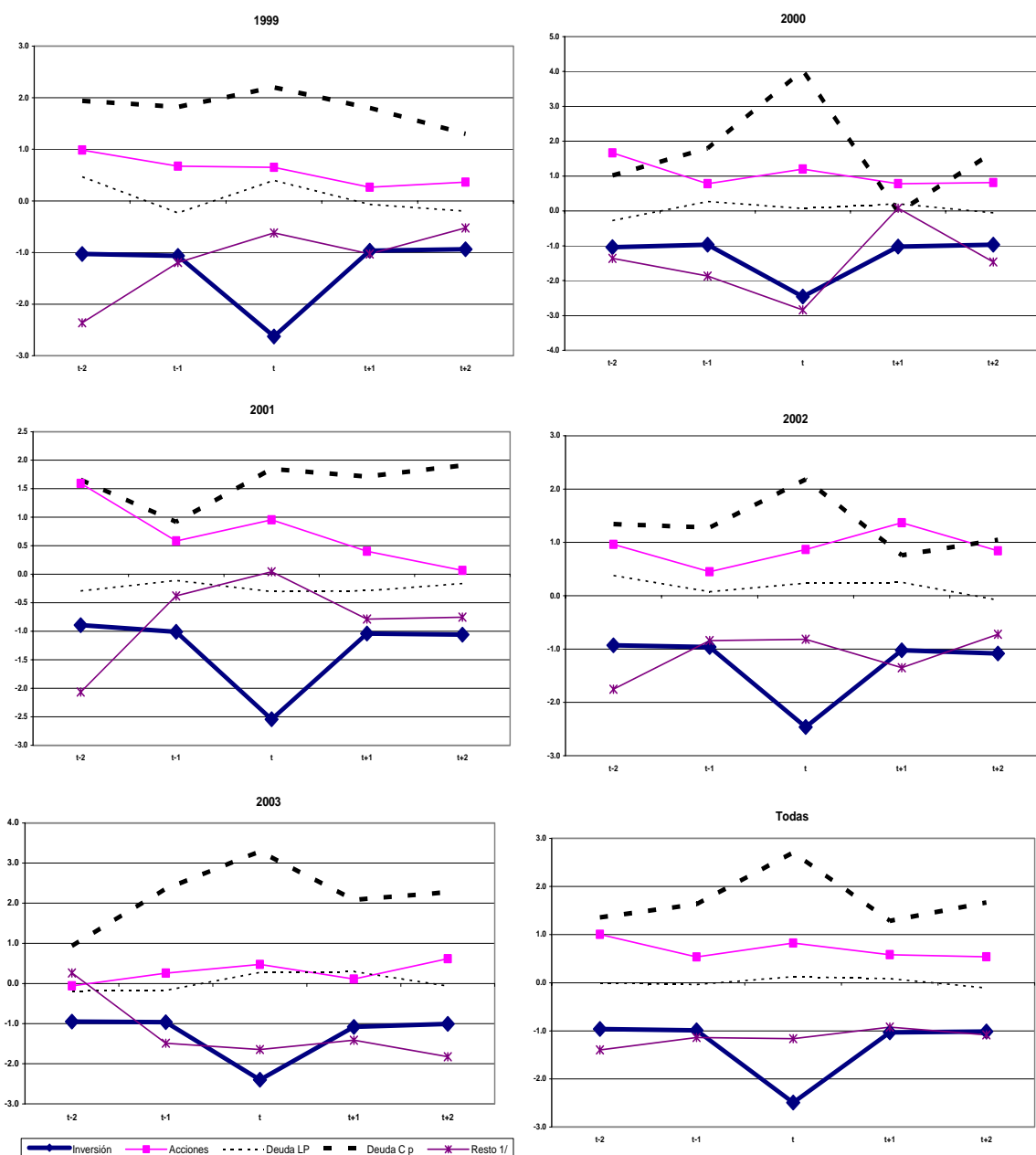
También en este caso en promedio la deuda de corto plazo se comporta como la inversión. El patrón es similar para los dos grupos de empresas. Sin embargo, el patrón es mucho más definido para las empresas medianas, las cuales muestran, para el año de pico de inversión, un mayor tamaño de la deuda de corto plazo con relación al promedio de la inversión. No ocurre lo mismo en las empresas grandes, para las cuales si bien hay un incremento en el año identificado como un pico de inversión, no se observa una diferencia tan marcada con respecto a los años no pico.

En los sub-períodos, hay algunos casos (1999 al 2003 y 2000 al 2004) en las empresas grandes donde la similitud de los patrones de la inversión y la deuda de corto plazo no se cumple. En esos casos, en contraste, se observa un incremento importante de la relación entre las acciones y el nivel promedio de inversión y de la relación flujo neto operacional y el nivel promedio de inversión.

Finalmente, vale la pena destacar que las empresas de mayor tamaño son más apalancadas que las medianas.

Gráfico 1

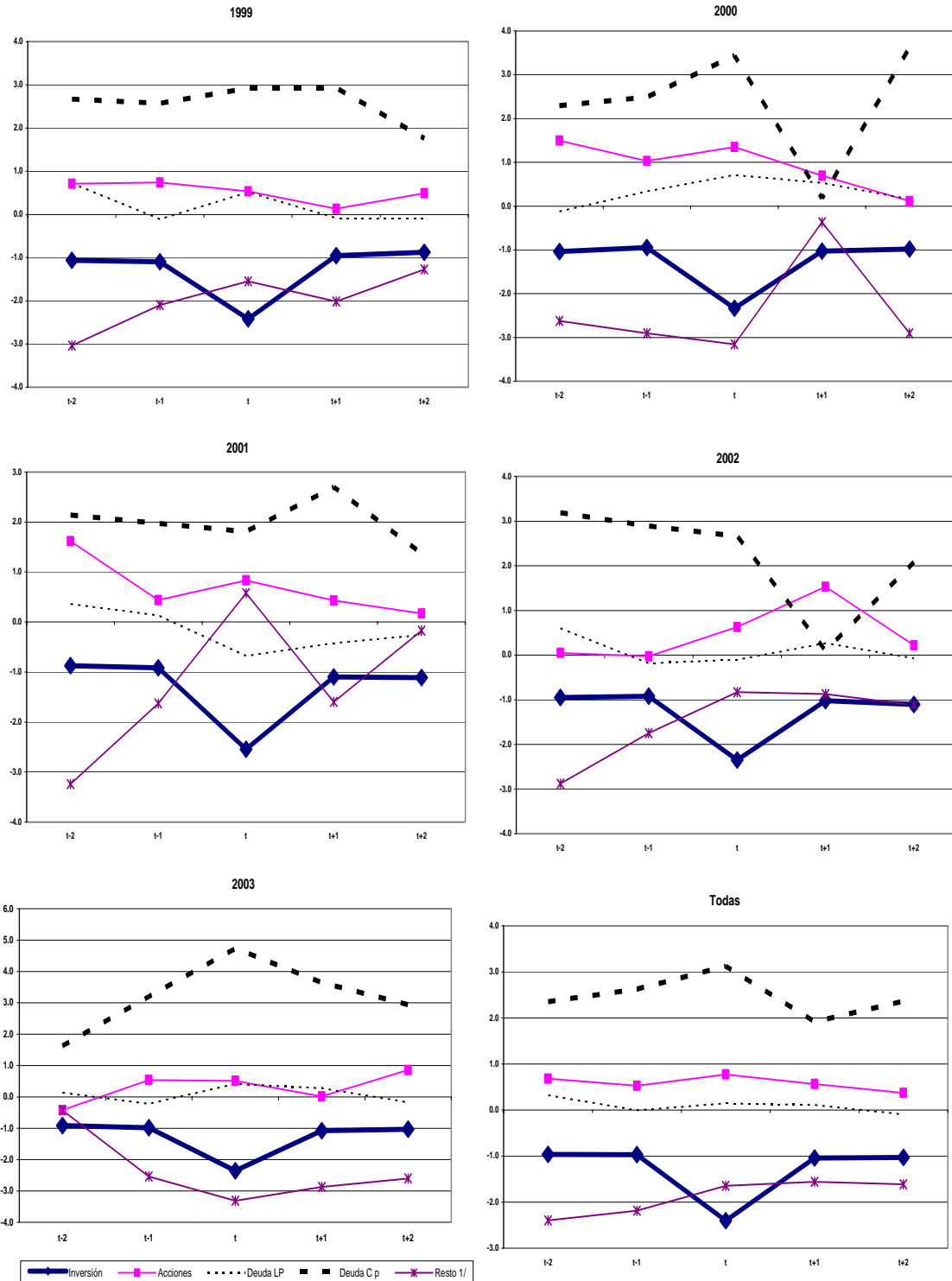
Flujos de fondos alrededor de los picos de inversión



Fuente: Cálculos propios, Ver anexo 1
1/ Incluye Flujo neto operacional

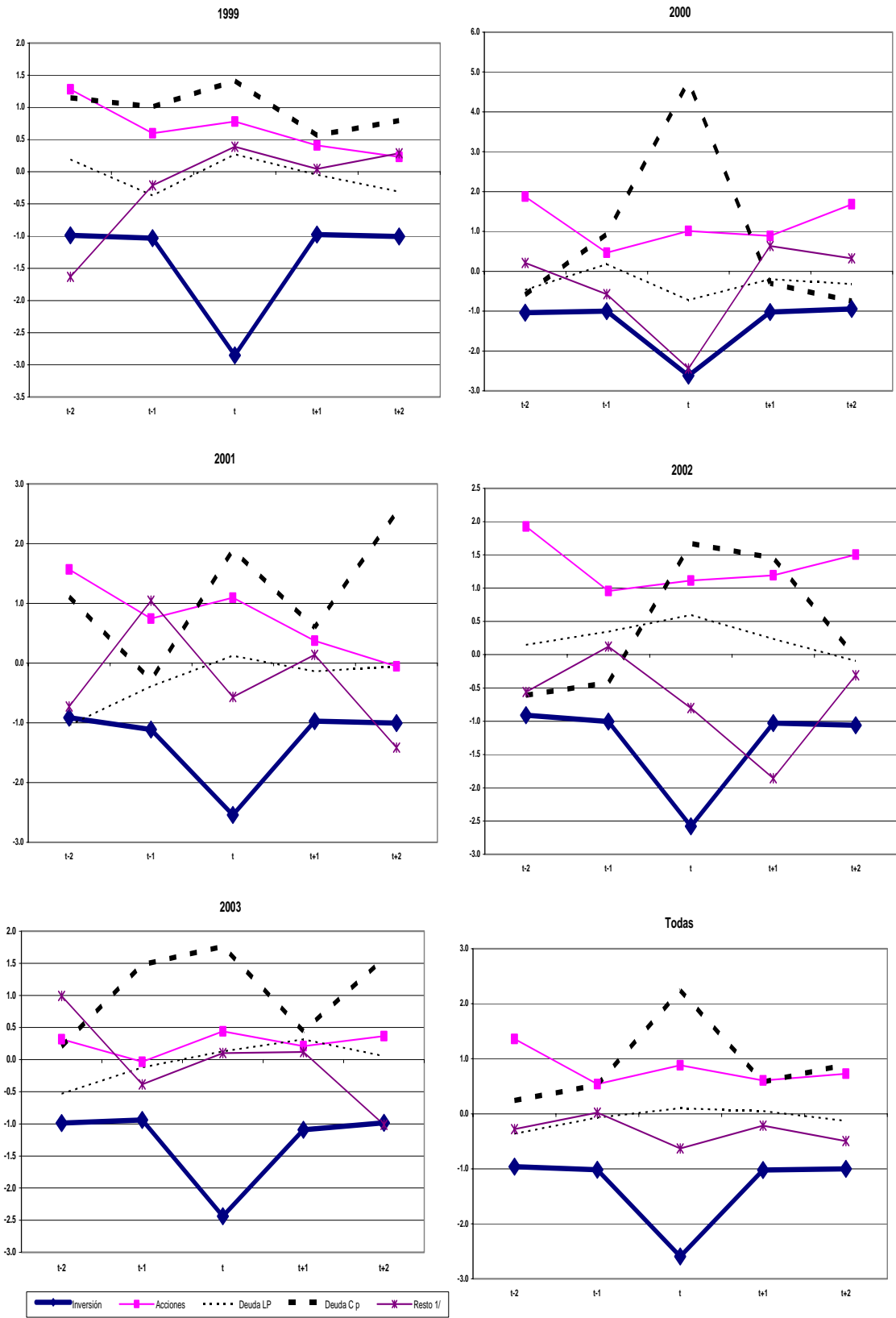
Gráfico 2

Empresas Grandes - Flujos de fondos alrededor de los picos de inversión



Fuente: Cálculos propios, Ver anexo 2.
1/ Incluye Flujo neto operacional

Grafico 3
Empresas Medianas - Flujos de fondos alrededor de los picos de inversión



Fuente: Cálculos propios, Ver anexo 3
 1/ Incluye Flujo neto operacional

7. Conclusiones

Las conclusiones de este trabajo son sencillas pero de importancia. Se encontró que las empresas en Colombia no realizan siempre su inversión de forma rutinaria sino que esporádicamente emprenden proyectos de formación de capital fijo de mayor envergadura. Es probable que estos proyectos contribuyan más que la inversión rutinaria a la competitividad y productividad de las firmas.

Los dos tipos de inversión, la rutinaria y la no rutinaria, parecen financiarse de forma bien distinta. Un factor que dificulta esta diferenciación es el hecho de que las empresas en el país manejan normalmente un alto volumen de recursos líquidos, préstamos de corto plazo, recursos propios, crédito de proveedores, etc., que son utilizados en inversiones financieras de corto plazo y de tesorería, entre otros. Esta rotación de liquidez hace difícil determinar con precisión el peso que tienen los recursos propios en el financiamiento de la inversión, pero deja la idea, probablemente válida, de que una alta proporción de ésta, en especial la de carácter rutinario, se financia con aquellos recursos.

La situación es más clara cuando se trata de inversión no rutinaria. En estos casos, los cuales se han descrito y analizado en este trabajo como picos de inversión, las empresas en forma manifiesta acuden a mayor endeudamiento de corto plazo del que normalmente hacen uso. Los picos de inversión se financian con picos en préstamos de corto plazo. Un año después de estos eventos, ambas variables regresan a sus niveles “normales”.

A lo largo de un ciclo de inversión no rutinaria, que en este trabajo se ha considerado con una duración de cinco años, la estructura de capital, medida por la relación deuda/activos o patrimonio/activos, permanece invariable. Y lo hace al mismo nivel observado para todo el período cubierto por este estudio. Podría sugerirse, con algo de atrevimiento, que este hallazgo apoya la teoría de la estructura financiera que sostiene la existencia de un nivel óptimo de dicha estructura. Como ya se ha mostrado para el caso colombiano [López, Tenjo y Zamudio (2006)] esto no es necesariamente acertado. En la misma línea puede interpretarse el hecho, registrado en el presente estudio, de que las empresas grandes muestran un nivel de apalancamiento superior al de las empresas de menor tamaño. Ambos hallazgos pueden validar predicciones tanto de esta teoría como de la hipótesis del orden de preferencias o *pecking order theory*.

Sin embargo, el poco uso del endeudamiento a largo plazo y de las acciones para financiar la inversión podría validar la última de las dos teorías mencionadas. Esta interpretación de los resultados aquí obtenidos coincide con la sabiduría dominante en el país sobre el financiamiento de las firmas o de la inversión, analizado por Tenjo (1995) y por Arbeláez y Echavarría (2005). En este último trabajo se resume lo que dicha sabiduría ha consignado como un hecho estilizado del comportamiento de las empresas en Colombia, a saber, que los recursos propios y el endeudamiento han sido tradicionalmente los recursos de financiamiento de las empresas en proporciones más o menos iguales.

Los resultados del presente estudio llaman la atención acerca de las limitaciones de este tipo de conclusiones, que corresponden más a un promedio en el tiempo de la inversión de las empresas y no mira realmente ni a las estrategias ni a las restricciones que ellas enfrentan cuando toman decisiones igualmente estratégicas de inversión. Estas decisiones realmente se pueden observar cuando se distingue entre inversión rutinaria y no rutinaria y se analiza el comportamiento financiero que corresponde a cada tipo de inversión. Es entonces cuando los recursos de crédito de corto plazo surgen como más importantes que los propios en aquellas decisiones más relevantes para la competitividad y crecimiento de las empresas en el mediano y largo plazo. Y es entonces también cuando se puede ver la importancia de que en el país no exista un mercado de recursos de largo plazo para el financiamiento de las firmas y de su crecimiento.

Bibliografía

Arbeláez, M.A. y Echavarría, J.J. (2001). “Crédito, liberalización financiera e inversión en el sector manufacturero colombiano”. *Coyuntura Económica* Vol. 31 No.3-4, pp 73-104.

Banco Interamericano de Desarrollo (2005). *Desencadenar el crédito: Cómo ampliar y estabilizar la banca. Progreso económico y Social de América Latina Informe Anual.*

Bradley, M.; Jarrel, G. y Kim, E. (1984). “On the Existence of Capital Structure: Theory and Evidence” *Journal of Finance*, Vol.39:857-878.

Chirinko, R. S. y Singha, A. R.(2000). "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 58(3), pp 417-425.

Echavarría, J.J. y Tenjo, F. (1993) “Inversión, liquidez y fuentes de financiamiento en la industria colombiana.” *Coyuntura Económica*, julio, pp 103-138.

Fama, E. y French, K. (2002) "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt.," CRSP working papers 506, Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business, University of Chicago.

Frank, M. y Goyal, V.,(2003). "Testing the pecking order theory of capital structure," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 67(2), pp 217-248.

Frank, M. y V. Goyal. (2004). “Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?” Mimeo, Sauder School of Business, University of British Columbia.

_____. (2005). “Tradeoff and pecking order theories of debt” in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier/ North Holland.

Heinkel, R. y J. Zechner (1990). “The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25: 1—24.

Krasher, W. (1986). “Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information.” *Journal of Finance*, 41: 93—105.

Mayer, C. y O. Sussman (2004). “A New Theory of Capital Structure.” CEPR Discussion Paper No. 4239.

Myers, S.C. (1977). “Determinants of Corporate Borrowing.” *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175.

Myers, S.C.(1984). “The Capital Structure Puzzle.” *Journal of Finance* 39, pp. 575-592.

Myers, S.C. y Majluf, N. (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.” *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.

Shyam-Sunder, L. y S.C. Myers (1999). “Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure.” *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244.

_____ (1995.). “What Do We Know About Capital Structure: Some Evidence From International Data.” *Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421-60.

Tenjo, F. (1995). “Corporate Finance Under Adjustment. Firm Behavior, Private Sector and Economic Policy in Colombia. 1970-1990”. ISS-La Haya.

Tenjo, F., López, E. y Zamudio, N. (2006). “Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas: 1996-2002.” *Coyuntura Económica* Vol. XXXVI No.1, pp 115-146.

Anexo 1

Flujo de fondos alrededor de los picos de inversión

Pico en 1999														No. de Empresas				198	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos					
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan				
t-2	-1.0	0.43	2.8	6.36	1.0	4.16	0.5	3.38	1.9	9.03	-5.2	9.60	0.16	0.16	0.5	0.22			
t-1	-1.1	0.39	3.0	5.99	0.7	2.61	-0.2	2.92	1.8	9.50	-4.2	10.09	0.14	0.14	0.4	0.22			
t	-2.6	1.90	2.8	6.71	0.7	3.94	0.4	4.68	2.2	10.29	-3.4	11.86	0.14	0.14	0.4	0.23			
t+1	-1.0	0.41	3.6	6.29	0.3	2.05	-0.1	2.79	1.8	8.16	-4.6	10.71	0.13	0.14	0.4	0.23			
t+2	-0.9	0.41	3.3	8.86	0.4	2.84	-0.2	1.85	1.3	7.56	-3.9	11.07	0.13	0.14	0.4	0.24			

Pico en 2000														No. de Empresas				226	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos					
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan				
t-2	-1.0	0.44	2.2	9.50	1.7	8.63	-0.3	3.24	1.0	13.68	-3.6	15.01	0.17	0.17	0.5	0.33			
t-1	-1.0	0.41	3.0	9.09	0.8	4.51	0.3	4.19	1.8	12.21	-4.9	13.12	0.15	0.15	0.5	0.33			
t	-2.5	3.33	4.4	9.46	1.2	4.95	0.1	5.77	4.0	10.48	-7.2	14.60	0.15	0.16	0.5	0.32			
t+1	-1.0	0.42	4.2	7.19	0.8	3.98	0.2	6.67	0.0	14.11	-4.1	12.11	0.16	0.28	0.5	0.52			
t+2	-1.0	0.42	4.3	9.42	0.8	7.93	-0.1	2.71	1.7	17.37	-5.7	15.41	0.15	0.17	0.5	0.64			

Pico en 2001														No. de Empresas				259	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos					
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan				
t-2	-0.9	0.45	1.7	12.25	1.6	6.94	-0.3	8.49	1.7	15.96	-3.7	14.27	0.15	0.15	0.5	0.25			
t-1	-1.0	0.43	6.0	10.40	0.6	3.57	-0.1	3.71	0.9	12.27	-6.4	12.58	0.14	0.14	0.5	0.24			
t	-2.5	1.56	5.6	9.02	1.0	5.41	-0.3	4.57	1.8	10.65	-5.6	12.97	0.15	0.17	0.5	0.29			
t+1	-1.0	0.42	5.3	10.34	0.4	3.57	-0.3	2.93	1.7	10.21	-6.1	14.66	0.14	0.15	0.5	0.24			
t+2	-1.1	0.42	5.0	10.17	0.1	6.97	-0.2	3.16	1.9	9.69	-5.8	14.46	0.14	0.15	0.5	0.23			

Pico en 2002														No. de Empresas				247	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos					
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan				
t-2	-0.9	0.42	3.1	10.75	1.0	5.35	0.4	3.79	1.3	13.17	-4.8	13.92	0.14	0.15	0.5	0.23			
t-1	-1.0	0.41	3.7	8.35	0.4	3.68	0.1	3.13	1.3	9.35	-4.6	12.13	0.14	0.16	0.5	0.30			
t	-2.5	1.50	4.0	8.51	0.9	4.59	0.2	4.09	2.2	12.40	-4.8	12.42	0.14	0.15	0.4	0.28			
t+1	-1.0	0.41	3.2	10.26	1.4	6.55	0.3	2.13	0.8	10.70	-4.5	13.05	0.14	0.15	0.4	0.23			
t+2	-1.1	0.43	4.4	9.78	0.8	5.45	-0.1	1.76	1.0	9.50	-5.1	10.99	0.13	0.14	0.4	0.23			

Pico en 2003														No. de Empresas				269	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos					
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan				
t-2	-0.9	0.43	4.8	8.57	-0.1	4.89	-0.2	3.27	0.9	10.38	-4.5	12.11	0.15	0.25	0.5	0.32			
t-1	-1.0	0.41	4.6	8.07	0.3	2.51	-0.2	2.50	2.4	9.33	-6.1	11.60	0.14	0.16	0.4	0.23			
t	-2.4	1.38	4.4	7.05	0.5	3.13	0.3	2.46	3.3	10.69	-6.0	12.74	0.15	0.15	0.5	0.22			
t+1	-1.1	0.43	4.7	9.69	0.1	2.59	0.3	2.97	2.1	12.04	-6.2	13.77	0.15	0.16	0.5	0.22			
t+2	-1.0	0.43	3.3	9.70	0.6	3.45	-0.1	3.70	2.3	10.67	-5.1	15.49	0.15	0.15	0.5	0.23			

Todas														No. de Empresas				1199	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos					
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan				
t-2	-1.0	0.44	3.0	9.87	1.0	6.23	0.0	4.98	1.4	12.78	-4.4	13.20	0.15	0.18	0.5	0.27			
t-1	-1.0	0.41	4.2	8.65	0.5	3.45	0.0	3.33	1.6	10.63	-5.3	12.01	0.14	0.15	0.5	0.27			
t	-2.5	2.02	4.3	8.27	0.8	4.48	0.1	4.38	2.7	10.97	-5.5	12.99	0.15	0.15	0.5	0.26			
t+1	-1.0	0.42	4.2	9.08	0.6	4.12	0.1	3.80	1.3	11.28	-5.2	13.07	0.15	0.18	0.5	0.31			
t+2	-1.0	0.42	4.1	9.64	0.5	5.69	-0.1	2.79	1.7	11.42	-5.2	13.74	0.14	0.15	0.5	0.35			

Fuente: Cálculos propios

Anexo 2

Empresas grandes. Flujo de fondos alrededor de los picos de inversión

Pico en 1999---EMPRESAS GRANDES													No. de Empresas				103	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1,1	0,42	2,5	6,03	0,7	2,79	0,7	4,15	2,7	9,91	-5,6	9,34	0,17	0,16	0,4	0,20		
t-1	-1,1	0,37	3,4	5,94	0,7	3,00	-0,1	3,49	2,6	10,50	-5,5	10,75	0,15	0,14	0,4	0,19		
t	-2,4	1,85	3,1	6,27	0,5	4,35	0,5	4,84	2,9	10,51	-4,6	13,20	0,16	0,15	0,5	0,20		
t+1	-1,0	0,39	4,2	6,19	0,1	1,08	-0,1	1,43	2,9	8,54	-6,3	11,28	0,15	0,14	0,4	0,20		
t+2	-0,9	0,40	3,6	8,95	0,5	3,80	-0,1	1,89	1,8	7,25	-4,9	10,95	0,14	0,15	0,4	0,23		
Pico en 2000---EMPRESAS GRANDES													No. de Empresas				125	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1,0	0,43	1,7	8,77	1,5	8,95	-0,1	2,58	2,3	11,12	-4,4	14,80	0,19	0,17	0,5	0,38		
t-1	-0,9	0,40	2,0	7,96	1,0	5,77	0,3	4,95	2,5	9,39	-4,9	10,98	0,17	0,16	0,5	0,39		
t	-2,3	2,08	3,9	8,89	1,3	5,53	0,7	6,40	3,4	9,43	-7,1	13,85	0,18	0,17	0,5	0,37		
t+1	-1,0	0,39	4,1	6,62	0,7	3,67	0,5	8,43	0,2	12,96	-4,5	10,46	0,20	0,36	0,5	0,66		
t+2	-1,0	0,42	5,6	9,87	0,1	2,27	0,2	3,31	3,6	14,40	-8,5	14,52	0,17	0,17	0,5	0,80		
Pico en 2001---EMPRESAS GRANDES													No. de Empresas				138	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-0,9	0,41	0,5	7,31	1,6	6,51	0,4	3,54	2,1	13,08	-3,7	15,29	0,19	0,16	0,5	0,24		
t-1	-0,9	0,39	6,2	9,76	0,4	2,97	0,1	4,58	2,0	13,94	-7,8	13,09	0,17	0,15	0,5	0,23		
t	-2,5	1,57	6,3	8,21	0,8	4,99	-0,7	6,07	1,8	10,26	-5,7	13,00	0,19	0,19	0,5	0,32		
t+1	-1,1	0,43	6,1	8,38	0,4	3,62	-0,4	2,77	2,7	10,85	-7,7	12,59	0,18	0,16	0,5	0,21		
t+2	-1,1	0,41	6,2	9,23	0,2	5,21	-0,3	4,16	1,4	9,70	-6,3	15,20	0,17	0,16	0,5	0,21		
Pico en 2002---EMPRESAS GRANDES													No. de Empresas				127	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1,0	0,39	2,9	5,26	0,0	2,58	0,6	3,99	3,2	8,42	-5,8	9,69	0,17	0,16	0,5	0,21		
t-1	-0,9	0,36	3,4	6,14	0,0	1,76	-0,2	3,86	2,9	9,76	-5,1	11,50	0,18	0,18	0,5	0,34		
t	-2,4	1,47	4,0	4,33	0,6	4,35	-0,1	3,35	2,7	9,72	-4,8	9,98	0,17	0,16	0,5	0,21		
t+1	-1,0	0,40	2,6	8,54	1,5	7,58	0,3	2,11	0,1	10,24	-3,5	11,72	0,16	0,16	0,5	0,21		
t+2	-1,1	0,43	5,1	7,46	0,2	2,53	-0,1	1,72	2,1	8,03	-6,2	10,72	0,15	0,15	0,5	0,21		
Pico en 2003---EMPRESAS GRANDES													No. de Empresas				138	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-0,9	0,44	4,6	7,41	-0,4	6,42	0,1	2,72	1,6	11,68	-5,0	13,27	0,17	0,22	0,5	0,38		
t-1	-1,0	0,38	5,0	8,25	0,5	3,02	-0,2	2,29	3,2	9,93	-7,6	12,96	0,15	0,16	0,5	0,21		
t	-2,4	1,33	4,3	5,97	0,5	2,79	0,4	3,12	4,7	13,03	-7,6	13,95	0,16	0,15	0,5	0,19		
t+1	-1,1	0,40	5,4	9,61	0,0	3,41	0,3	2,77	3,6	12,56	-8,3	14,80	0,18	0,16	0,5	0,20		
t+2	-1,0	0,43	3,6	9,87	0,9	4,42	-0,2	4,57	2,9	12,32	-6,2	16,38	0,17	0,16	0,5	0,22		
Todas---EMPRESAS GRANDES													No. de Empresas				631	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1,0	0,42	2,5	7,22	0,7	6,10	0,3	3,42	2,4	11,03	-4,8	12,87	0,18	0,21	0,5	0,30		
t-1	-1,0	0,39	4,1	7,96	0,5	3,56	0,0	3,94	2,6	10,87	-6,3	12,01	0,16	0,16	0,5	0,28		
t	-2,4	1,66	4,4	7,02	0,8	4,48	-0,1	4,95	3,1	10,73	-6,0	12,90	0,17	0,16	0,5	0,27		
t+1	-1,0	0,40	4,6	8,14	0,6	4,47	0,1	4,32	1,9	11,31	-6,1	12,46	0,17	0,21	0,5	0,35		
t+2	-1,0	0,43	4,9	9,17	0,4	3,85	-0,1	3,41	2,4	10,79	-6,5	13,92	0,16	0,16	0,5	0,40		

Fuente: Cálculos propios

Anexo 3

Empresas medianas. Flujo de fondos alrededor de los picos de inversión

Pico en 1999-----EMPRESAS MEDIANAS													No. de Empresas				95	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1.0	0,44	3.2	6,71	1,3	5,26	0,2	2,26	1,1	7,93	-4,8	9,91	0,16	0,16	0,5	0,24		
t-1	-1.0	0,41	2.5	6,05	0,6	2,12	-0,4	2,14	1,0	8,27	-2,8	9,16	0,13	0,14	0,4	0,25		
t	-2.9	1,93	2.5	7,18	0,8	3,47	0,3	4,52	1,4	10,05	-2,2	10,13	0,12	0,13	0,4	0,26		
t+1	-1.0	0,43	2.9	6,36	0,4	2,74	0,0	3,75	0,6	7,58	-2,9	9,81	0,12	0,13	0,4	0,25		
t+2	-1.0	0,42	3.0	8,81	0,2	1,10	-0,3	1,82	0,8	7,88	-2,7	11,16	0,12	0,13	0,4	0,25		

Pico en 2000-----EMPRESAS MEDIANAS													No. de Empresas				100	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1.0	0,44	2.8	10,37	1,9	8,26	-0,5	3,92	-0,6	16,24	-2,6	15,30	0,16	0,16	0,4	0,24		
t-1	-1.0	0,42	4.3	10,23	0,5	2,05	0,2	3,00	0,9	15,02	-4,8	15,45	0,13	0,14	0,4	0,23		
t	-2.6	4,43	4.9	10,14	1,0	4,13	-0,7	4,78	4,8	11,67	-7,3	15,55	0,13	0,15	0,4	0,23		
t+1	-1.0	0,46	4.2	7,88	0,9	4,34	-0,2	3,40	-0,3	15,49	-3,6	13,93	0,12	0,14	0,4	0,23		
t+2	-0.9	0,41	2.6	8,57	1,7	11,59	-0,3	1,67	-0,7	20,31	-2,3	15,85	0,12	0,17	0,4	0,34		

Pico en 2001-----EMPRESAS MEDIANAS													No. de Empresas				121	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-0.9	0,48	3.0	16,07	1,6	7,44	-1,0	11,82	1,1	18,76	-3,8	13,07	0,11	0,13	0,4	0,26		
t-1	-1.1	0,45	5.8	11,12	0,7	4,15	-0,4	2,32	-0,3	9,96	-4,8	11,83	0,10	0,12	0,4	0,25		
t	-2.5	1,56	4.8	9,85	1,1	5,87	0,1	1,61	1,9	11,12	-5,4	12,98	0,11	0,12	0,4	0,25		
t+1	-1.0	0,40	4.4	12,16	0,4	3,52	-0,1	3,10	0,6	9,35	-4,3	16,58	0,10	0,12	0,4	0,26		
t+2	-1.0	0,42	3.7	11,05	-0,1	8,57	-0,1	1,33	2,5	9,68	-5,1	13,60	0,10	0,12	0,4	0,25		

Pico en 2002-----EMPRESAS MEDIANAS													No. de Empresas				120	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-0.9	0,45	3.3	14,48	1,9	7,09	0,1	3,57	-0,6	16,61	-3,8	17,29	0,11	0,13	0,4	0,25		
t-1	-1.0	0,45	4.1	10,20	1,0	4,91	0,3	2,08	-0,4	8,62	-4,0	12,78	0,10	0,13	0,4	0,25		
t	-2.6	1,52	4.0	11,39	1,1	4,84	0,6	4,74	1,7	14,75	-4,8	14,60	0,11	0,13	0,4	0,24		
t+1	-1.0	0,42	3.7	11,82	1,2	5,28	0,2	2,15	1,5	11,17	-5,6	14,30	0,11	0,13	0,4	0,25		
t+2	-1.1	0,42	3.6	11,74	1,5	7,34	-0,1	1,80	0,0	10,77	-3,9	11,19	0,11	0,13	0,4	0,25		

Pico en 2003-----EMPRESAS MEDIANAS													No. de Empresas				131	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1.0	0,43	5.0	9,67	0,3	2,34	-0,5	3,75	0,2	8,80	-4,0	10,78	0,12	0,15	0,4	0,24		
t-1	-0.9	0,44	4.2	7,88	0,0	1,79	-0,1	2,72	1,5	8,61	-4,6	9,79	0,13	0,15	0,4	0,25		
t	-2.4	1,43	4.5	8,05	0,4	3,47	0,1	1,48	1,8	7,22	-4,4	11,14	0,13	0,15	0,4	0,25		
t+1	-1.1	0,45	4.1	9,76	0,2	1,26	0,3	3,18	0,4	11,29	-3,9	12,26	0,13	0,15	0,4	0,25		
t+2	-1.0	0,43	2.9	9,53	0,4	1,94	0,1	2,49	1,6	8,58	-4,0	14,47	0,13	0,14	0,4	0,24		

Todas-----EMPRESAS MEDIANAS													No. de Empresas				567	
Inversión		Flujo neto Operacional		Acciones		Deuda LP		Deuda C p		Resto		Deuda / Activos		Pasivos/ Activos				
Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan	Promedio	Des.Stan			
t-2	-1.0	0,45	3.5	12,14	1,4	6,36	-0,4	6,27	0,2	14,41	-3,8	13,54	0,13	0,15	0,4	0,25		
t-1	-1.0	0,44	4.3	9,37	0,5	3,33	-0,1	2,48	0,5	10,25	-4,2	11,93	0,12	0,14	0,4	0,25		
t	-2.6	2,35	4.2	9,48	0,9	4,48	0,1	3,65	2,2	11,22	-4,8	13,07	0,12	0,14	0,4	0,25		
t+1	-1.0	0,43	3.9	10,02	0,6	3,68	0,1	3,12	0,6	11,22	-4,1	13,65	0,11	0,13	0,4	0,25		
t+2	-1.0	0,42	3.2	10,08	0,7	7,21	-0,1	1,88	0,9	12,04	-3,7	13,39	0,11	0,14	0,4	0,27		

Fuente: Cálculos propios

Balanza Cambiaria
Sector Externo
Ingresos
(Millones de dólares)
(No incluye cuentas corrientes de compensación en el exterior) 1/

Período:		Ingresos					De Capital
		Total Ingresos	Corrientes				
		(a)	Subtotal	Exportaciones	Compras de Oro	Servicios y Transferencias	
					3/	2/	
1994		15.915,2	8.149,2	4.629,0	266,4	3.253,7	7.766,0
1995		15.658,1	7.809,7	4.362,4	97,5	3.349,8	7.848,4
1996		17.372,8	6.926,5	3.698,9	18,2	3.209,4	10.446,3
1997		20.502,2	7.734,8	4.133,8	(1,4)	3.602,4	12.767,4
1998		19.255,2	7.464,2	3.744,1	(0,3)	3.720,4	11.791,0
1999		15.789,4	6.612,0	2.907,3	(1,0)	3.705,6	9.177,5
2000		16.403,2	6.714,2	2.718,2	0,0	3.996,0	9.689,0
2001		19.434,5	9.094,3	2.972,4	0,0	6.121,9	10.340,3
2002		19.698,4	9.375,3	2.780,3	0,0	6.595,0	10.323,1
2003		23.661,5	10.069,4	2.748,4	0,0	7.321,0	13.592,1
2004		27.632,5	12.073,4	3.852,9	0,0	8.220,5	15.559,0
2005		36.517,0	14.318,4	4.467,9	0,0	9.850,6	22.198,6
2006		39.575,7	15.770,6	5.129,1	0,0	10.641,5	23.805,1
2007		48.037,0	18.267,9	6.847,3	0,0	11.420,7	29.769,1
2008		52.189,3	19.197,0	7.756,3		11.440,7	32.992,2
							provisional a noviembre 2008
1991	Ene.	748,2	701,3	449,4	32,7	219,2	46,8
	Feb.	758,3	699,6	403,7	31,6	264,3	58,6
	Mar.	941,0	750,6	454,8	27,3	268,5	190,4
	Abr.	1.035,1	801,2	493,7	36,3	271,2	233,9
	May.	951,6	833,9	504,2	33,5	296,2	117,7
	Jun.	761,0	631,1	419,9	26,3	184,9	129,9
	Jul.	823,5	670,9	459,7	41,1	170,0	152,6
	Ago.	906,0	714,9	517,6	36,3	161,0	191,1
	Sept.	929,3	811,9	542,3	42,8	226,8	117,4
	Oct.	1.784,4	811,6	462,5	42,2	306,9	972,9
	Nov.	724,9	608,3	373,4	30,7	204,2	116,7
	Dic.	799,0	677,6	411,5	27,9	238,2	121,4
1992	Ene.	916,5	804,4	432,0	40,6	331,8	112,2
	Feb.	889,8	772,7	479,2	31,5	262,0	117,1
	Mar.	1.035,2	737,4	395,1	32,4	309,9	297,7
	Abr.	914,2	711,8	394,1	27,1	290,6	202,4
	May.	995,4	834,8	489,4	33,0	312,4	160,6
	Jun.	1.000,3	720,7	377,9	27,4	315,4	279,6
	Jul.	939,5	728,0	410,7	35,9	281,4	211,5
	Ago.	796,8	561,5	328,5	29,7	203,4	235,3
	Sept.	1.251,1	709,7	410,4	29,3	270,0	541,5
	Oct.	975,7	664,3	432,1	26,7	205,5	311,3
	Nov.	865,7	613,1	394,5	27,3	191,3	252,6
	Dic.	1.319,8	639,0	396,6	22,5	219,9	680,7
1993	Ene.	685,0	448,7	294,1	31,9	122,6	236,3
	Feb.	814,8	513,0	312,8	22,0	178,3	301,8
	Mar.	1.039,7	652,1	397,1	28,0	227,0	387,6
	Abr.	1.024,4	654,4	373,4	25,5	255,5	370,0
	May.	1.030,9	724,8	353,6	21,6	349,5	306,1
	Jun.	1.200,5	800,7	351,0	27,4	422,3	399,8
	Jul.	976,0	654,0	354,5	28,1	271,3	322,0
	Ago.	1.166,4	620,6	320,9	30,9	268,8	545,8

	Sept.	1.369,1	653,9	373,4	23,0	257,5	715,2
	Oct.	955,5	619,1	381,8	23,4	213,9	336,4
	Nov.	1.178,0	609,7	359,0	27,2	223,6	568,3
	Dic.	1.634,2	659,3	393,3	25,5	240,6	974,9
1994	Ene.	1.045,4	630,9	379,6	39,6	211,7	414,4
	Feb.	1.064,2	657,6	405,4	24,7	227,5	406,6
	Mar.	1.352,0	770,8	431,1	27,3	312,4	581,3
	Abr.	1.271,4	724,9	443,5	25,0	256,4	546,5
	May.	1.095,2	687,2	375,0	22,6	289,6	408,0
	Jun.	1.218,0	632,0	386,8	22,7	222,5	585,9
	Jul.	1.050,5	611,7	369,8	21,8	220,1	438,8
	Ago.	1.681,9	675,6	343,8	23,1	308,7	1.006,3
	Sept.	1.306,6	756,9	395,5	20,0	341,5	549,7
	Oct.	1.772,9	631,8	328,5	16,1	287,3	1.141,0
	Nov.	1.263,3	681,6	386,5	11,7	283,3	581,7
	Dic.	1.793,9	688,2	383,5	11,9	292,9	1.105,7
1995	Ene.	1.238,0	620,6	349,1	12,8	258,7	617,4
	Feb.	1.443,1	644,7	337,0	10,8	297,0	798,4
	Mar.	1.353,3	718,8	362,2	12,2	344,4	634,6
	Abr.	1.445,9	610,6	323,5	11,5	275,6	835,3
	May.	1.131,7	655,5	390,3	8,5	256,7	476,2
	Jun.	1.162,7	643,3	357,2	8,3	277,8	519,4
	Jul.	1.161,5	597,8	308,0	7,7	282,1	563,8
	Ago.	1.392,6	607,7	329,9	7,0	270,8	785,0
	Sept.	1.203,9	636,1	330,5	5,1	300,5	567,8
	Oct.	1.448,6	631,2	363,4	5,3	262,6	817,3
	Nov.	1.323,5	722,6	421,0	3,8	297,8	600,9
	Dic.	1.353,2	720,8	490,4	4,6	225,7	632,4
1996	Ene.	983,6	536,4	333,4	2,1	200,9	447,2
	Feb.	1.268,2	518,4	290,7	3,5	224,2	749,7
	Mar.	1.101,7	517,5	310,5	1,3	205,7	584,2
	Abr.	1.245,5	557,0	303,2	1,8	252,0	688,6
	May.	1.098,2	635,6	310,0	1,7	324,0	462,6
	Jun.	1.234,6	555,1	307,3	1,4	246,5	679,5
	Jul.	1.401,5	643,2	326,8	1,9	314,4	758,3
	Ago.	1.476,3	551,2	255,6	1,1	294,6	925,1
	Sep.	1.454,7	543,5	290,8	0,6	252,1	911,2
	Oct.	1.754,7	665,9	330,3	1,3	334,3	1.088,8
	Nov.	1.375,2	609,2	312,8	0,7	295,7	766,0
	Dic.	2.978,5	593,4	327,5	0,8	265,1	2.385,1
1997	Ene.	1.410,1	566,2	285,9	0,2	280,1	843,9
	Feb.	1.644,6	585,7	277,5	0,8	307,4	1.058,9
	Mar.	1.540,1	615,5	328,8	0,4	286,3	924,6
	Abr.	1.967,1	715,9	372,7	0,4	342,9	1.251,1
	May.	1.607,8	684,5	391,5	(3,3)	296,3	923,3
	Jun.	1.460,6	585,4	300,5	(0,0)	284,9	875,2
	Jul.	1.611,0	670,7	379,9	(0,0)	290,8	940,4
	Ago.	1.617,6	587,3	310,2	0,0	277,1	1.030,3
	Sep.	1.796,8	660,1	365,0	0,0	295,1	1.136,7
	Oct.	1.986,3	725,7	372,9	0,0	352,8	1.260,6
	Nov.	1.477,5	607,1	328,0	0,0	279,1	870,4
	Dic.	2.382,8	730,7	421,1	0,0	309,6	1.652,1
1998	Ene.	1.558,7	577,2	322,3	0,0	254,9	981,6
	Feb.	1.358,6	605,4	295,9	0,0	309,5	753,2
	Mar.	1.635,8	623,5	317,8	0,0	305,7	1.012,4
	Abr.	1.919,9	563,4	341,0	0,0	222,4	1.356,5
	May.	1.363,3	600,4	335,0	0,0	265,3	762,9
	Jun.	1.674,5	672,8	335,2	0,0	337,6	1.001,6
	Jul.	1.695,3	610,0	305,0	0,0	305,0	1.085,3
	Ago.	1.637,3	550,6	270,8	0,0	279,8	1.086,6
	Sep.	1.727,7	622,2	318,5	(0,3)	304,0	1.105,5

	Oct.	1.892,6	743,6	308,0	0,0	435,6	1.149,0
	Nov.	1.223,4	624,7	273,0	0,0	351,7	598,7
	Dic.	1.568,1	670,4	321,6	0,0	348,8	897,6
1999	Ene.	1.164,2	496,9	226,9	0,0	270,0	667,4
	Feb.	1.184,8	576,2	238,3	0,0	337,9	608,6
	Mar.	1.653,7	628,5	286,1	0,0	342,3	1.025,2
	Abr.	1.292,1	601,6	274,4	0,0	327,2	690,5
	May.	1.055,9	562,0	254,5	0,0	307,4	493,9
	Jun.	1.329,6	581,8	246,8	0,0	334,9	747,8
	Jul.	1.090,7	494,8	232,6	0,0	262,2	595,9
	Ago.	1.010,4	512,2	216,6	0,0	295,6	498,2
	Sep.	1.421,7	522,1	224,8	0,0	297,3	899,6
	Oct.	1.445,4	483,3	219,5	0,0	263,8	962,1
	Nov.	1.528,9	543,0	231,9	(1,0)	312,1	985,9
	Dic.	1.612,2	609,7	254,9	0,0	354,8	1.002,5
2000	Ene.	1.417,3	464,8	212,2	0,0	252,7	952,4
	Feb.	1.493,0	533,9	212,2	0,0	321,7	959,1
	Mar.	1.351,8	559,6	238,9	0,0	320,6	792,2
	Abr.	1.164,0	483,7	202,9	0,0	280,8	680,3
	May.	1.242,1	621,3	248,0	0,0	373,3	620,7
	Jun.	1.398,2	590,8	242,9	0,0	347,9	807,4
	Jul.	1.277,9	515,7	215,6	0,0	300,1	762,2
	Ago.	1.337,8	609,6	252,8	0,0	356,7	728,2
	Sep.	1.451,4	563,0	205,2	0,0	357,8	888,4
	Oct.	1.375,7	547,8	221,3	0,0	326,5	828,0
	Nov.	1.190,7	584,8	231,7	0,0	353,1	605,8
	Dic.	1.703,5	639,2	234,4	0,0	404,8	1.064,2
2001	Ene.	1.639,6	573,3	206,4	0,0	367,0	1.066,3
	Feb.	1.159,2	571,2	198,9	0,0	372,2	588,1
	Mar.	1.208,8	685,4	322,6	0,0	362,8	523,4
	Abr.	2.349,6	603,3	208,8	0,0	394,5	1.746,4
	May.	1.662,6	704,1	242,8	0,0	461,3	958,4
	Jun.	1.790,9	621,6	234,5	0,0	387,1	1.169,3
	Jul.	1.161,4	660,2	224,1	0,0	436,1	501,2
	Ago.	1.362,6	735,8	243,4	0,0	492,4	626,8
	Sep.	1.288,6	818,2	231,0	0,0	587,3	470,4
	Oct.	1.544,4	975,1	277,4	0,0	697,7	569,3
	Nov.	1.877,2	1.087,6	326,5	0,0	761,0	789,6
	Dic.	2.389,5	1.058,5	256,0	0,0	802,5	1.331,0
2002	Ene.	1.355,4	805,9	213,7	0,0	592,2	549,5
	Feb.	1.580,4	816,7	245,0	0,0	571,7	763,7
	Mar.	1.085,1	639,4	200,7	0,0	438,7	445,6
	Abr.	1.311,4	778,6	275,5	0,0	503,1	532,8
	May.	1.364,0	808,6	250,4	0,0	558,2	555,4
	Jun.	1.899,1	714,9	227,5	0,0	487,5	1.184,1
	Jul.	2.044,3	848,1	234,8	0,0	613,3	1.196,2
	Ago.	1.646,5	780,8	207,2	0,0	573,6	865,7
	Sep.	1.661,8	695,4	208,1	0,0	487,3	966,4
	Oct.	2.021,5	770,4	235,4	0,0	534,9	1.251,1
	Nov.	1.385,4	858,0	247,4	0,0	610,6	527,4
	Dic.	2.343,6	858,5	234,7	0,0	623,8	1.485,1
2003	Ene.	2.319,5	777,2	225,6	0,0	551,6	1.542,3
	Feb.	1.801,6	779,6	216,5	0,0	563,1	1.022,0
	Mar.	1.685,7	745,6	204,3	0,0	541,3	940,1
	Abr.	2.100,8	769,2	218,5	0,0	550,7	1.331,6
	May.	1.620,9	814,3	223,3	0,0	591,0	806,6
	Jun.	2.259,6	777,5	202,4	0,0	575,1	1.482,1
	Jul.	1.850,3	913,3	255,0	0,0	658,3	937,0
	Ago.	1.647,9	829,7	202,4	0,0	627,3	818,2
	Sep.	1.935,7	878,3	255,7	0,0	622,6	1.057,3
	Oct.	2.060,7	930,4	249,6	0,0	680,8	1.130,4

	Nov.	1.797,8	836,2	231,0	0,0	605,2	961,6
	Dic.	2.580,9	1.018,0	264,1	0,0	753,9	1.562,9
2004	Ene.	2.358,1	752,5	226,3	0,0	526,1	1.605,6
	Feb.	1.740,5	810,2	245,0	0,0	565,2	930,2
	Mar.	2.186,6	936,4	293,9	0,0	642,4	1.250,3
	Abr.	1.966,0	920,4	279,8	0,0	640,5	1.045,7
	May.	1.554,2	989,8	281,6	0,0	708,2	564,4
	Jun.	2.264,3	988,3	294,8	0,0	693,4	1.276,0
	Jul.	2.103,0	988,3	314,1	0,0	674,2	1.114,7
	Ago.	2.111,5	1.043,2	364,4	0,0	678,9	1.068,2
	Sep.	2.841,1	1.064,4	386,2	0,0	678,2	1.776,8
	Oct.	2.349,2	1.038,0	337,3	0,0	700,7	1.311,2
	Nov.	3.015,4	1.225,8	376,8	0,0	848,9	1.789,7
	Dic.	3.142,4	1.316,3	452,5	0,0	863,8	1.826,2
2005	Ene.	2.544,4	976,6	360,5	0,0	616,1	1.567,8
	Feb.	3.316,0	1.156,8	374,6	0,0	782,2	2.159,2
	Mar.	2.408,4	1.186,9	395,5	0,0	791,4	1.221,5
	Abr.	4.317,6	1.079,9	349,2	0,0	730,6	3.237,8
	May.	2.269,9	1.147,4	353,0	0,0	794,4	1.122,5
	Jun.	2.637,1	1.210,2	365,4	0,0	844,8	1.426,9
	Jul.	2.756,8	1.047,0	294,8	0,0	752,1	1.709,8
	Ago.	3.289,4	1.376,5	414,7	0,0	961,8	1.912,9
	Sep.	3.601,7	1.267,7	379,3	0,0	888,4	2.334,0
	Oct.	3.252,6	1.245,8	371,1	0,0	874,7	2.006,7
	Nov.	2.850,8	1.284,4	407,5	0,0	876,9	1.566,4
	Dic.	3.272,3	1.339,3	402,2	0,0	937,1	1.933,0
2006	Ene.	2.301,2	1.155,9	394,9	0,0	761,0	1.145,3
	Feb.	2.761,9	1.147,3	377,3	0,0	769,9	1.614,6
	Mar.	3.802,7	1.323,3	402,6	0,0	920,8	2.479,3
	Abr.	2.678,7	1.197,5	387,6	0,0	810,0	1.481,2
	May.	3.352,0	1.506,3	437,7	0,0	1.068,6	1.845,6
	Jun.	3.163,5	1.420,6	434,9	0,0	985,8	1.742,9
	Jul.	4.028,2	1.229,9	363,8	0,0	866,2	2.798,3
	Ago.	4.165,1	1.365,6	429,9	0,0	935,7	2.799,5
	Sep.	3.371,0	1.298,4	387,9	0,0	910,5	2.072,6
	Oct.	3.063,2	1.333,4	468,9	0,0	864,5	1.729,8
	Nov.	3.582,0	1.426,4	564,2	0,0	862,2	2.155,7
	Dic.	3.306,1	1.365,8	479,4	0,0	886,4	1.940,3
2007	Ene.	3.779,8	1.456,9	484,4	0,0	972,5	2.322,9
	Feb.	4.644,8	1.354,7	486,0	0,0	868,7	3.290,1
	Mar.	4.757,7	1.472,3	535,5	0,0	936,9	3.285,4
	Abr.	3.078,7	1.329,6	467,4	0,0	862,2	1.749,1
	May.	4.965,3	1.463,0	542,8	0,0	920,1	3.502,4
	Jun.	3.171,6	1.450,4	523,8	0,0	926,6	1.721,2
	Jul.	3.539,3	1.386,1	528,6	0,0	857,6	2.153,2
	Ago.	3.469,4	1.503,1	569,6	0,0	933,5	1.966,3
	Sep.	5.172,3	1.540,3	585,7	0,0	954,6	3.632,0
	Oct.	4.033,7	1.676,6	656,0	0,0	1.020,6	2.357,1
	Nov.	3.429,5	1.826,3	757,0	0,0	1.069,2	1.603,2
	Dic.	3.994,9	1.808,7	710,5	0,0	1.098,2	2.186,2
2008 (p)	Ene.	6.954,7	1.749,8	699,6	0,0	1.050,2	5.204,9
	Feb.	4.053,6	1.642,6	718,2	0,0	924,5	2.411,0
	Mar.	4.456,6	1.622,1	632,9	0,0	989,2	2.834,5
	Abr.	4.919,1	1.755,3	709,9	0,0	1.045,5	3.163,8
	May.	3.922,7	1.684,9	705,3	0,0	979,6	2.237,8
	Jun.	5.069,0	1.554,6	618,5	0,0	936,1	3.514,4
	Jul.	5.868,9	1.953,5	812,6	0,0	1.140,9	3.915,4
	Ago.	3.896,8	1.638,2	670,5	0,0	967,6	2.258,7
	Sep.	4.565,0	1.895,9	757,4	0,0	1.138,5	2.669,1
	Oct.	5.141,1	1.944,1	821,6	0,0	1.122,5	3.197,0
	Nov.	3.341,7	1.756,0	609,9	0,0	1.146,1	1.585,7

Algunas consideraciones sobre la política monetaria y el mercado de capitales.

Por José Dario Uribe ¹

I. Introducción

- Cuando Fernando Tenjo, quien participó activamente en la definición temática de este Simposio, me informó que en la ASOBANCARIA querían que los acompañara en este evento, hizo énfasis en que el tema a tratar fuese “algunas consideraciones generales sobre la política monetaria y el mercado de capitales”. Luego me dijo que eso quería decir que el comité técnico no estaba interesado en esta oportunidad en un análisis de la coyuntura monetaria y cambiaria del país.
- Mucho me temo que la última afirmación fue una opinión personal de Fernando, pero una opinión claramente justificada. El Simposio de Mercado de Capitales, desde su inicio en los años 70s, no ha sido un evento para analizar las últimas decisiones de política económica, y, además, tanto los codirectores del Banco como yo nos la pasamos en distintos escenarios exponiendo las políticas de la Junta Directiva. Mañana, por ejemplo, presentaré el Informe de Inflación del primer trimestre del año por el canal institucional de televisión.

¹ Gerente General del Banco de la República. Intervención en el XIX Simposio Mercado de Capitales. Las apreciaciones aquí expuestas no comprometen a la Junta Directiva.

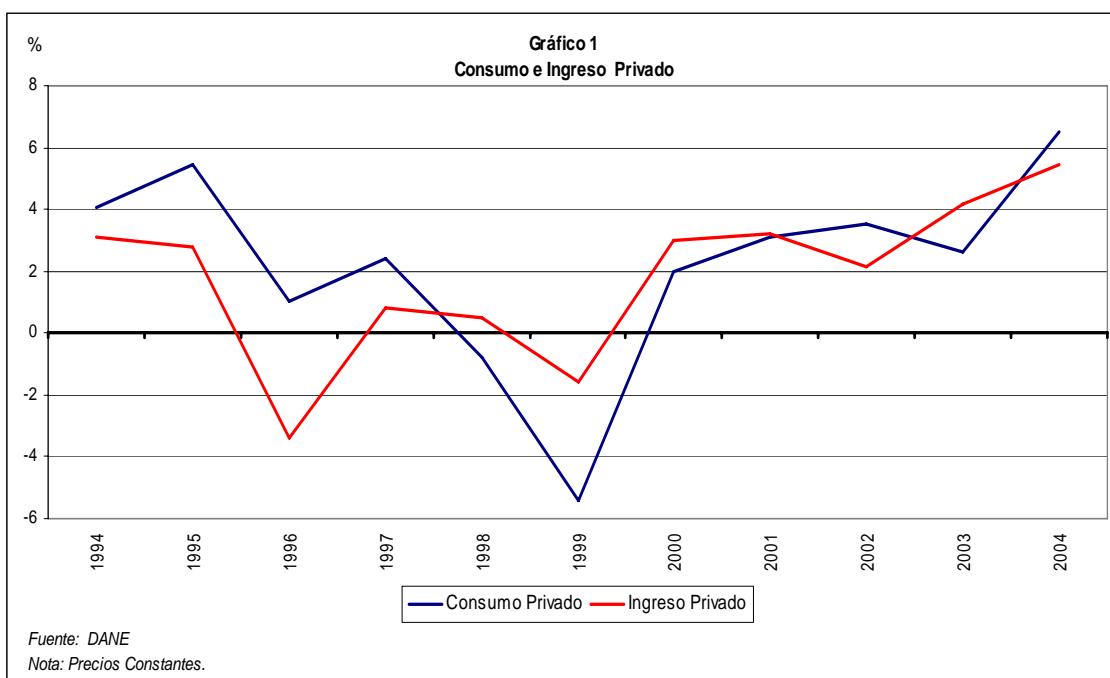
- No puedo pasar por alto, sin embargo, que la Junta del Banco tomó hace pocos días nuevas decisiones de política. Ni puedo negar que en las últimas semanas se ha acentuado el debate económico en el país. Comparto plenamente las críticas de quienes están inconformes con el aumento de la inflación y su desviación del rango meta. Esto muestra un país que es consciente de los enormes beneficios económicos y sociales de tener una inflación baja, estable y predecible. No comparto los argumentos y recomendaciones de política de algunos analistas (afortunadamente pocos) que traerían como consecuencia la aceleración de la inflación, o comprometerían la estabilidad financiera del país. Muchos de estos argumentos provienen de quienes creen que las políticas del Banco de la República pueden afectar de manera permanente la tasa de crecimiento del producto y el empleo, o el nivel de tasa de cambio real, desconociendo los avances de la teoría económica en las últimas cuatro décadas y las enseñanzas derivadas del estudio de la experiencia de países.
- Con el fin de combinar la idea inicial de los organizadores del Simposio con un análisis de las medidas adoptadas recientemente por la Junta Directiva del Banco, me voy a enfocar a continuación en un segmento clave del mercado de capitales: el mercado de depósitos y préstamos a los hogares. Lo haré por dos razones. La primera, las decisiones de los hogares en cuanto al consumo, el ahorro y la inversión en capital humano inciden crucialmente sobre el comportamiento

de la economía en el corto y el largo plazo. Esto significa, además, que decisiones equivocadas en este mercado tienen altos costos económicos y sociales. La segunda, un saludable mercado financiero interno para los hogares es crucial para el desarrollo de otros segmentos del mercado de capitales, y para la consolidación del proceso de integración de la economía colombiana en el mercado financiero internacional.

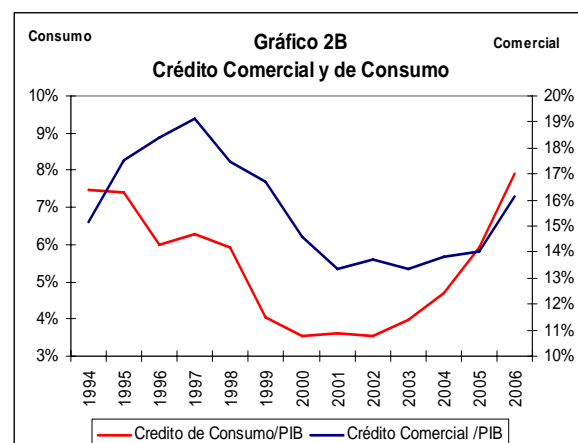
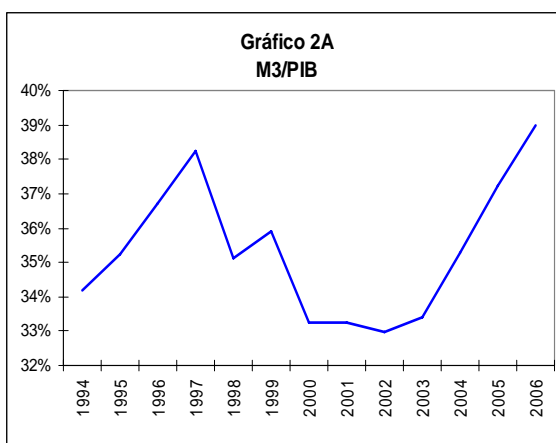
II. El mercado de depósitos y préstamos de los hogares

- La esencia de las finanzas de las familias consiste en que ellas adquieren préstamos y depositan en los bancos y otras instituciones financieras con el propósito de proteger su consumo de variaciones inesperadas en sus ingresos. Esto les permite mantener su nivel de consumo a pesar de caídas temporales en el ingreso, o ahorrar para periodos difíciles cuando obtienen un ingreso superior a lo usual. Esto también se cumple para las compras de vivienda de los hogares: los jóvenes normalmente necesitan endeudarse para adquirir una casa en la cual puedan vivir mientras trabajan para pagar el préstamo. Asimismo, el sistema financiero juega un papel trascendental en la inversión de los ahorros pensionales de los hogares y en la administración de los riesgos asociados con dicha inversión. También puede ser una pieza fundamental en la financiación de la educación, con efectos significativos en el crecimiento del ingreso per-cápita de largo plazo y la distribución del ingreso.

- ¿Qué tan eficiente es el mercado financiero interno en Colombia, en términos de consumo e ingreso? El Gráfico 1 presenta el consumo y el ingreso disponible privado en Colombia. Puede verse que el consumo se redujo de manera aguda durante la recesión de finales de los años noventa. No obstante, el consumo parece ser fuertemente sensible al ingreso en el país. Esto difícilmente obedece a que los movimientos de ingreso en Colombia son casi siempre permanentes. Más probable es que muchos hogares carecen de un acceso al financiamiento que les permita suavizar su consumo frente a la volatilidad de su ingreso. Desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, el consumo es una mejor medida del bienestar de la gente que el producto, por lo cual las fluctuaciones fuertes en el consumo tienen un impacto negativo sobre el bienestar económico de la población.



- De esta manera, el funcionamiento adecuado del sistema financiero es importante para que los hogares mantengan un estándar de vida estable a lo largo de las fluctuaciones transitorias de su ingreso. La pertinencia de esta función es aún mayor cuando el mercado laboral presenta fricciones que acentúan o prolongan los períodos de bajos ingresos de los hogares.
- La gráfica 2A muestra la razón de M3 a PIB, una medida simple de la profundidad del mercado financiero con respecto a depósitos. La gráfica 2B muestra la razón del crédito de consumo y comercial al PIB, las cuales miden la profundidad financiera desde el punto de vista de los préstamos a las firmas y los hogares. El monto de crédito y depósitos se recuperó de manera lenta luego de la recesión y crisis financiera de fines de los años noventa. Sin embargo, en los últimos años hemos visto la aceleración del crecimiento del crédito y los depósitos, alimentada por fuertes entradas de capital internacional en la forma de inversión extranjera y, más recientemente, de endeudamiento externo privado para financiar la compra de activos públicos.



- Es así como, por ejemplo, el crédito de consumo como proporción del PIB supera ahora el nivel más alto alcanzado en los 90s, y el comercial, de seguir al ritmo que lleva en este momento, alcanzará su nivel histórico más alto antes de finalizar 2007. Aunque estos aumentos del crédito en los últimos años reflejan en parte profundización financiera y recuperación cíclica, al menos la fuerte aceleración del crecimiento del crédito de consumo hace pensar que en el país, de continuar las tendencias actuales del endeudamiento privado, éste puede convertirse en una fuente de vulnerabilidad económica ante cambios desfavorables en las condiciones externas. Por esta razón, tiene sentido contener la acumulación de deuda del sector privado, ahora que Colombia crece a un ritmo alto y las tasas de interés en el exterior son bajas. Hacerlo luego puede ser muy traumático, como lo enseñó de manera dolorosa la crisis de fines del siglo pasado.
- En otras palabras, la impresión que da el comportamiento reciente del crédito de consumo, y de los depósitos, es que el mercado interno de capital para las familias y las empresas se recuperó de los efectos de la crisis pasada, pero de continuar expandiéndose al ritmo que lleva puede ser, en el futuro, fuente de problemas. De ahí la aceptación en el Banco de la República de los sistemas de provisiones anti-cíclicas, en el espíritu de la empleada desde hace unos años en España con gran éxito. De ahí también una de las explicaciones de que la Junta del Banco de la República, a partir de abril de 2006, haya incrementado las

tasas de interés en 10 oportunidades. Estos aumentos de tasas han tenido un efecto moderado en el crecimiento de algunos agregados monetarios, pero prácticamente no han tocado el crecimiento del crédito. En consecuencia, una de las razones por la cual hemos decidido imponer un encaje marginal promedio de 15% es contribuir a la estabilidad financiera, permitiendo que el crédito continúe creciendo a una tasa estable y sostenible. Esta medida, teniendo en cuenta su carácter distorsionante, es temporal y anti-cíclica en esencia.

III. ¿Qué ha frenado el desarrollo del mercado de capitales de las familias en Colombia?

- Paso ahora a responder, muy brevemente, la pregunta planteada en esta sección de la presentación. Por supuesto, se sale del alcance de esta intervención un análisis profundo del tema que implica aspectos como la divulgación adecuada de la información crediticia de los hogares, las garantías a los derechos de los acreedores, el grado de formalización de la economía y la competencia en el sistema financiero, entre otros.
- Hoy, sin embargo, voy a concentrarme en un argumento de Carlos Caballero y Miguel Urrutia (2006) en su reciente libro sobre el desarrollo financiero colombiano. En ese excelente trabajo los autores demuestran con rigor cómo las crisis financieras del país han frenado, en distintos períodos, la profundización financiera, y que éstas han estado usualmente

precedidas de fuertes entradas de capital internacional. Esta conclusión puede ser decepcionante para unos y sirve a otros para alcanzar conclusiones, en mi opinión, equivocadas. Decepcionante para quienes, como yo, creemos que los flujos de capital extranjero, en especial los de inversión extranjera directa, son un estímulo al crecimiento económico de los países porque complementan el ahorro interno, bajan el costo del capital, transfieren tecnología y estimulan directamente el desarrollo del sistema financiero. Oportuno para quienes se oponen a los flujos de capital internacional per-se por no aceptar que las dificultades surgen de la incapacidad de absorción de los recursos externos debido a la existencia de un marco institucional o macroeconómico débil.

- Permítanme explicar este último punto, el cual quiero ilustrar a partir de un hecho empírico difícilmente controvertible: una tasa de cambio real sobrevaluada y una bonanza de crédito interno, a menudo preceden crisis. Los dos fenómenos tienden a ocurrir simultáneamente cuando los países reciben fuertes entrada de capitales y los pilares de la estabilidad macroeconómica (una política monetaria dirigida a la estabilidad de precios, la disciplina fiscal, y una apropiada supervisión y regulación financiera) no están funcionando correctamente.
- Piénsese, por ejemplo, en dos economías que están recibiendo fuertes entrada de capital pero difieren en la postura de su política fiscal (para simplificar supongamos que ellas no difieren

en la calidad de la supervisión y regulación financiera). La primera tiene una política fiscal expansiva y, por tanto, procíclica. La segunda tiene una política fiscal anti-cíclica. En la primera, la estabilidad macro se recarga en la política monetaria. En la segunda, la política fiscal contractiva contribuye a controlar el crecimiento del gasto y el ahorro público puede mantenerse en el exterior (Chile hoy es un ejemplo). El ajuste en la segunda economía se da a tasas de interés más bajas y con menor apreciación de la moneda que en la primera, y la probabilidad de que tal economía entre en crisis también es menor. La diferencia la hace la política fiscal, ésta sí, a diferencia de la política monetaria, determinante fundamental de la tasa de cambio real, en compañía de la apertura comercial, los términos de intercambio y la productividad, entre otras.

- Colombia ha progresado en los “pilares de la estabilidad macroeconómica”. La inflación es baja, y aunque en los últimos meses ha subido se dirige con paso seguro hacia la estabilidad de precios, entendida ésta como una tasa de inflación cercana al 3%. Con la nueva Superintendencia Financiera se ha ido creando las bases para tener una supervisión y un ambiente regulatorio fuerte, que al mismo tiempo estimule la competencia. Como proporción del PIB, el déficit del Gobierno Central y la deuda pública han caído más de 2 y 10 puntos porcentuales, respectivamente. No obstante, en todas las áreas hay que

intensificar esfuerzos, consolidar los avances, perseverar y corregir errores.

- Colombia tiene una posición fiscal incómoda para enfrentar una situación de fuerte entrada de capital internacional. Reconociendo de antemano las dificultades bien conocidas que existen en el manejo fiscal, un déficit del Gobierno Central que supera el 4% del PIB, a pesar de que los ingresos crecen a tasas excepcionalmente altas, recarga la estabilidad macroeconómica en la política monetaria. Para evitar un desbordamiento del gasto, la autoridad monetaria debe subir las tasas de interés, lo cual amplía el diferencial de tasas de interés internas vs. externas. Por su parte, la financiación del déficit del gobierno central se está haciendo, en su mayoría, con recursos de la venta de activos públicos, previa monetización de deuda externa por parte del comprador, y con crédito contratado directamente por el Gobierno Nacional en el mercado internacional.
- En las condiciones descritas no debe extrañar las medidas de la Junta Directiva del Banco de la República el pasado domingo. El encaje marginal apoya la política de tasas de interés para evitar un desbordamiento del crédito y el gasto, mientras el depósito al endeudamiento externo contribuye a la estabilidad de la tasa de cambio. Las dos medidas son temporales e incómodas, pero necesarias en las condiciones actuales de la economía colombiana.

- Por último, mención especial debe hacerse de la importancia de la regulación prudencial y de la supervisión financiera en esta coyuntura para prevenir desequilibrios que atenten contra la estabilidad financiera y el normal funcionamiento del sistema de pagos.

IV. Inflación y desarrollo del mercado financiero de las familias

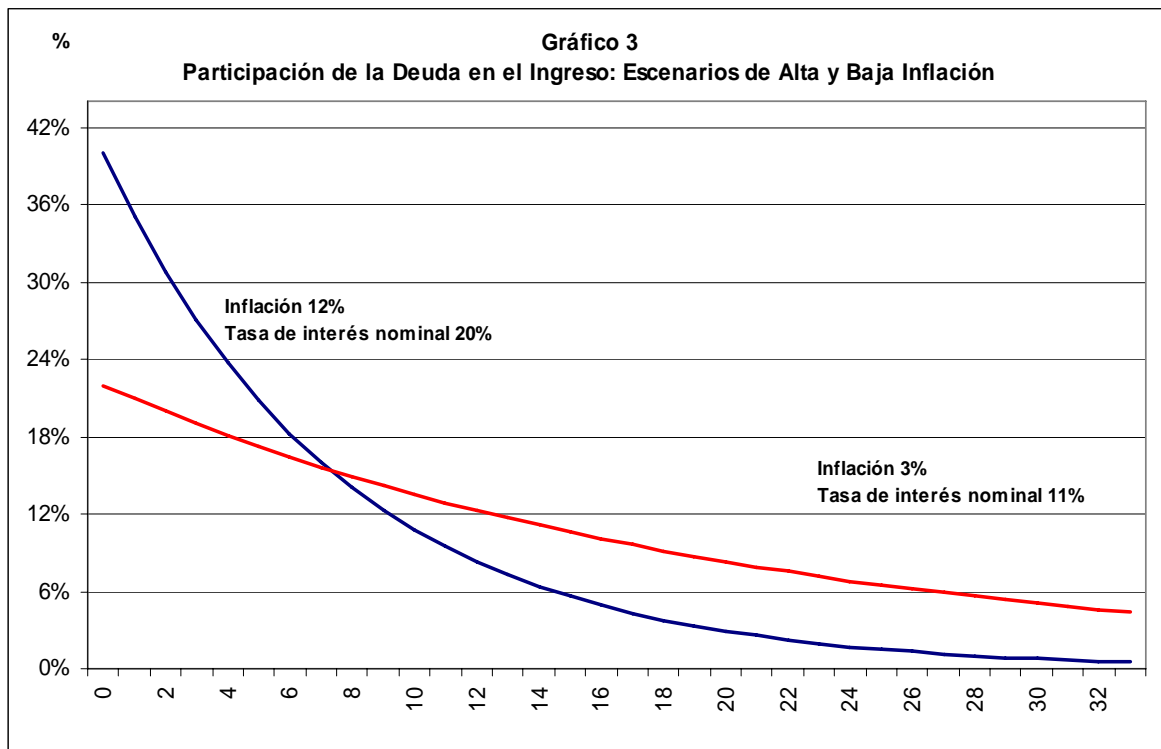
- Para terminar, y olvidándonos ya del debate de coyuntura, quisiera hacer unos comentarios adicionales sobre el mercado financiero de las familias y la inflación. De nuevo, quisiera comenzar de algunos conceptos básicos. Como bien conocen ustedes, cuando una persona obtiene un préstamo no puede asegurar su pago. Tampoco puede proveer un colateral perfecto y seguro para respaldar su deuda. Las casas actúan como un colateral para las hipotecas pero existe el riesgo de que su precio caiga y deje al banco con un activo que vale menos que el préstamo. También, en el evento de no pago, el prestamista tiene que emprender un proceso legal para obtener la casa, lo cual es costoso. Nuestro invitado Ricardo Caballero ha estudiado el efecto de tales fricciones en los préstamos a las firmas exportadoras.
- Esas imperfecciones implican que las instituciones de crédito tienen que apoyarse en un respaldo diferente si quieren obtener beneficios de los préstamos a los hogares. Una manera de

hacerlo es cobrar tasas de interés más elevadas de lo que lo harían en ausencia de tales circunstancias. Así, las familias colombianas obtienen préstamos a altas tasas de interés, tanto por factores microeconómicos como macroeconómicos.

- Otra forma a través de la cual los bancos típicamente tratan de minimizar los riesgos es la utilización de datos con el fin de conocer qué tan riesgoso es un prestatario. Una regla simple es que los pagos de interés sobre el valor del préstamo sea bajo en proporción al ingreso del prestatario. Pero para aplicar de manera correcta esta regla es fundamental que el acreedor conozca la historia crediticia de su cliente, sentido al cual se dirigía el proyecto inicial de Ley de Habeas Data presentado por el Gobierno Nacional al Congreso hace unos meses.
- En este contexto, ¿qué papel directo cumple el control de la inflación al desarrollo del mercado financiero para los hogares? La respuesta es: un papel fundamental. Permítanme explicar cómo. Las familias típicamente desean endeudarse a largo plazo. Por esta razón, la incertidumbre sobre la inflación y las tasas de interés nominales impactan sobre ellos directamente. Aunque la indexación es una alternativa disponible para ellos, ésta es costosa e imperfecta. Una inflación baja y predecible en el largo plazo, la cual viene acompañada con tasas de interés nominales y reales de largo plazo bajas y predecibles, representan un bajo costo para el endeudamiento de los hogares. Una inflación baja y estable ayuda a los hogares

porque remueve al menos una fuente de incertidumbre acerca de sus planes financieros.

- Una manifestación de este papel ha sido el desarrollo del mercado de títulos de deuda pública a tasas fijas. En la medida en que este mercado adquiera mayor profundidad y liquidez, permitirá la formación de precios para varios instrumentos financieros de largo plazo, entre los cuales se encuentran las hipotecas y otros activos que benefician a los hogares.
- Pero existen también algunos beneficios colaterales. Con tasas de interés nominales estables y más predecibles, el consumidor puede planear de mejor forma y puede comparar más fácilmente las diferentes tasas de interés que los diversos prestamistas y entidades captadoras de depósitos les ofrecen. Esto puede estimular a los prestamistas a competir más vigorosamente y a reducir sus márgenes.
- Del mismo modo, una inflación baja y estable puede aliviar las restricciones de crédito que los prestamistas imponen a los hogares. Debe recordarse que esas restricciones dependen del tamaño del pago de intereses en relación al ingreso, esto es, el servicio de la deuda. La gráfica 3 ilustra cómo los pagos de intereses sobre un préstamo típico a un hogar pueden variar desde un período de inflación alta a otro de inflación baja y estable.



Fuente: Cálculos propios. Vease Debelle, G, Macroeconomic Implications of Rising Household Debt, Bank of International Settlements Working Paper No. 153 (2004). Por simplicidad, la figura ignora repagos, comisiones y un patrón de pagos variable.

- La Gráfica 3 compara dos escenarios. En ambos, el hogar obtiene un préstamo de \$50 millones por treinta años y recibe un ingreso anual de \$25 millones en el primer año. La tasa de interés real de 8% es la misma para los dos escenarios, como también lo es la tasa de crecimiento de 2% del ingreso real la economía. La diferencia es que en el primer escenario, la inflación anual de 12% es alta (cerca del promedio observado entre 1995 y 2005) y también lo es la tasa de interés nominal de 20%, mientras que en el segundo la inflación se mantiene baja y estable al 3%, alrededor de su meta de largo plazo, de tal forma que con la misma tasa de interés real, la tasa de los préstamos cae a 11%.

- La trayectoria del servicio de la deuda calculada para los dos escenarios se presenta en la Gráfica 3. Como puede verse, durante los primeros años del crédito, los pagos de interés representan una mayor proporción del ingreso cuando la inflación es alta que cuando la inflación es baja. Con inflación alta, dichos pagos ascienden aproximadamente a \$ 830.000 mensuales, suma equivalente a cerca del 40% del ingreso del primer año. Pero en condiciones de inflación baja tales pagos se reducen aproximadamente a la mitad, \$ 450.000, equivalente a 22% del ingreso del primer año.
- Por supuesto que el servicio de la deuda a lo largo de los 30 años de vida del crédito en el escenario de inflación baja no siempre es menor que el correspondiente al escenario de inflación alta. Simplemente, en el caso de inflación baja la curva de pagos es más plana. Por lo tanto, en condiciones de baja inflación, los préstamos también durarán un mayor tiempo, en el sentido de que los pagos consumirán una proporción del ingreso más elevada hacia el final de la vida del préstamo en comparación al escenario de inflación alta. Esto se debe a que el ingreso nominal del hogar crecerá más lentamente cuando la inflación es reducida.
- Pero es muy probable que los hogares, y especialmente los hogares jóvenes, prefieran un servicio de la deuda con una trayectoria de pagos más plana que con una trayectoria muy empinada como la que se les ofrece en condiciones de alta

inflación. Por su parte, los prestamistas pueden encontrar menos riesgoso prestarle a hogares jóvenes cuando los pagos iniciales de intereses son pequeños en proporción al ingreso. Así, manteniendo la inflación baja y permanentemente estable, la autoridad monetaria puede darle a los hogares y a los prestamistas la alternativa de escoger. En la medida en que alcanzamos una inflación baja y sostenible, esperaríamos, sin necesidad de imponerlo, que el período de maduración de endeudamiento de los hogares se incremente.

- He puesto énfasis en que para mejorar la salud de las finanzas de los hogares, la inflación y las tasas de interés deben ser menores y más estables. Uno tiene que mirar al futuro para darse cuenta de eso. Mantener las tasas de interés artificialmente bajas ahora sólo significará que después de un tiempo la inflación aumentará fuera de control, y a la larga, la tasa de interés real tendrá que ser aumentada incluso por encima de los niveles iniciales. Tasas de interés artificialmente bajas lo único que traen es inestabilidad a las decisiones financieras de los hogares.
- También es cierto que para alcanzar en el futuro una tasa de inflación permanentemente baja y estable, tendríamos que aumentar las tasas de interés ahora. Esta es la razón principal por la cual la Junta Directiva del Banco de la República ha aumentado hasta el momento la tasa de interés de intervención monetaria desde el 6% en abril de 2006 hasta el 8.5% un año

después. Y es la razón fundamental detrás del encaje marginal. Deseamos contener la amenaza de inflación futura y defender las metas cuantitativas que nos hemos trazado.

- Para resumir esta última sección, déjenme recordarles que el compromiso fundamental de la Junta Directiva es alcanzar y mantener una inflación baja, estable y predecible. Una tasa de inflación con estas características contribuye a desarrollar un mercado de capital eficiente y saludable como el que el país necesita para crecer a tasas altas y sostenidas.

Medellín, mayo 10, 2007

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera
y Adriana Nieto



MAYO 15 DE 2007

EDICIÓN 13

PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN PROVENIENTES DEL EXTERIOR: CAPITALES OFFSHORE

Desde principios de los años noventa, los mercados "emergentes" han venido experimentando importantes flujos de capital, proceso que se conoció como la "apertura comercial y financiera". Unos capitales han tomado la forma de inversiones en sectores estratégicos (energéticos o de telecomunicaciones) con retornos hacia el mediano y largo plazo y se catalogan como Inversión Extranjera Directa (IED). Otros capitales han tomado la forma de portafolios de inversiones de más corto plazo y se conocen en la literatura económica como "capitales offshore" (haciendo alusión al hecho de provenir de plataformas de inversión, muchas veces asociadas a "paraísos fiscales").

La crisis asiática (1997-1998) generó un "frenazo súbito" tanto de la afluencia de IED y de los portafolios offshore hacia América Latina, como del endeudamiento privado externo. Los países que más sufrieron con esta restricción de recursos externos fueron México, Argentina, Brasil y Colombia, mientras que Chile logró sortear de mejor manera la difícil coyuntura de 1999-2001. El grueso de ellos tuvo que abandonar sus sistemas cambiarios de "tasa fija" (minidevaluaciones) y dar paso a sistemas de "flotación administradas" (con intervenciones regladas o discrecionales).

Como es bien sabido, mantener un régimen de flotación cambiaria implica aprender a vivir con las vicisitudes globales del mercado de capitales. Los flujos de capital pueden apreciar la tasa de cambio y las autoridades deben estar atentas a su carácter temporal o permanente, para saber como actuar. En el primer caso (temporal), debe evaluarse el conjunto de medidas monetarias, financieras y fiscales tendientes a evitar grandes volatilidades cambiarias; en el segundo caso (permanente), la tarea más importante es buscar fuentes que redunden en una mayor productividad multifactorial. Dada la impor-

tancia que tienen los capitales offshore en el corto plazo, en esta nota analizaremos su evolución e implicaciones para Colombia.

La "trinidad imposible"

El manejo de los flujos de capital de corto plazo no es nada trivial, pues éstos pueden alterar el delicado equilibrio que tiende a existir entre la política monetaria, la inflación y la cuenta de capitales de la balanza de pagos. En efecto, la libre entrada y salida de capitales en el corto plazo genera volatilidad cambiaria. A su vez, los clamores del sector exportador-importador pueden inducir al Banco Central a alterar el curso de su política monetaria y, por esta vía, se pueden ver comprometidas sus metas de inflación.

Es por esta razón que se habla de la existencia de una "trinidad imposible", la cual impide que, simultáneamente, los bancos

centrales logren fijar su tasa de cambio, mantengan una masa monetaria bajo control (exógena) y una cuenta de capitales abierta a los flujos de capital offshore. Por lo general, alguno de estos componentes tiene que ceder. El resultado más común (tanto en Asia como en América Latina) ha sido el de gobiernos-bancos centrales recurriendo a algunos paliativos para moderar los flujos de capital, pero en la práctica éstos no logran impedir que la tasa de cambio continúe con la trayectoria dictada por la flotación cambiaria.

Colombia no ha sido la excepción. Después de la apertura de la cuenta de capitales (1990-1993) y la transición hacia el esquema de Inflación Objetivo (1994-1997), el Banco de la República se vio forzado a dejar flotar la tasa de cambio en septiembre de 1999. Al recuperar el manejo monetario (exógeno al sistema), pudo instalar formalmente el régimen de Inflación Objetivo en octubre de 2000. Este esquema (flotación cambiaria y manejo exógeno monetario) funcionó exitosamente al permitir el cumplimiento de las metas de inflación en un proceso gradual de desinflación (2000-2004).

Sin embargo, en 2005-2006 los flujos de capital "reclamaron" de parte de las autoridades intervenciones cambiarias para frenar la apreciación cambiaria resultante tanto de la mayor IED (cercana a los US\$6.000 millones anuales), como de los mayores capitales offshore. Estos últimos se han incrementado de niveles de US\$400 millones en 2000 a cerca de US\$2.400 millones a principios de 2006, antes de la crisis bursátil y de TES. Veamos esto en mayor detalle.

Los capitales offshore (corto plazo)

Los Fondos de Inversión Extranjera (offshore) habían alcanzado un pico histórico



Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MAYO 15 DE 2007

PÁGINA 2

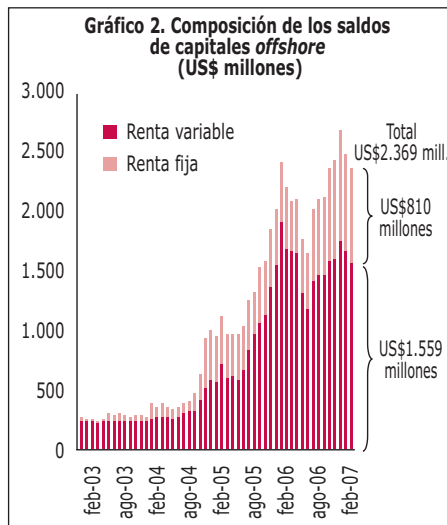
de US\$1.700 millones al finalizar 1997. Al sobrevenir la crisis 1998-2000, éstos “huieron” dejando atrás tan sólo unas pocas inversiones por valor de US\$424 millones al cierre de 2000.

Al recuperarse nuestra economía durante los años 2002-2006, dichos fondos *offshore* se incrementaron nuevamente, llegando a récords históricos de US\$2.400 millones en enero de 2006. Sin embargo, la crisis local del período abril-junio de 2006 “espantó” parte de estos capitales, reduciéndolos a unos US\$1.600 millones (ver gráfico 1). Gracias a la rápida recuperación y a la mejor lectura que ha tenido el “riesgo país” durante el segundo semestre de 2006, ahora se tiene que dichos capitales *offshore* han regresado a niveles de US\$2.400 millones al corte de febrero de 2007.

Estos capitales también alteran su composición al moverse entre renta fija (TES) y renta variable (las acciones del Índice General de la Bolsa de Colombia, IGBC). Por ejemplo, a diciembre de 2002, la renta variable (IGBC) ascendía a US\$233 millones, mientras que la renta fija (TES) apenas llegaba a US\$30 millones (ver gráfico 2). Durante 2004, la renta fija experimentó un gran auge al llegar a niveles de \$400 millones, razón por la cual el gobierno optó por reglamentar que dichos capitales debían permanecer en Colombia por lo menos un año antes de poder repatriar su inversión.

En lo referente a la renta variable, cabe recordar que el IGBC experimentó una valorización de hasta 120% (en dólares) durante 2005. Obviamente esto implicó un salto en el componente variable. En efecto, éste se elevó de US\$600 millones a cerca de US\$2.000 millones en enero de 2006, donde prácticamente la mitad correspondía a valorizaciones del IGBC. Sin embargo, con la “destorcida” bursátil de abril-junio de 2006 y las dificultades de principios de 2007, la renta variable de capitales *offshore* se redujo a US\$1.500 millones en febrero de 2007 (desapareciendo el componente de valorizaciones).

En síntesis, los flujos de capital hacia Colombia provenientes de vehículos de



Fuentes: Superintendencia Financiera y cálculos Anif.

inversión de corto plazo tuvieron un *rally* muy positivo en los años 2002-2006, alcanzando un clímax en enero de 2006. Esto ha implicado fluctuaciones de capital de corto plazo cercanas a los US\$1.000 millones y, además, alteraciones importantes entre las preferencias de renta fija (TES) y las de renta variable (IGBC).

Los controles de capitales

La teoría económica viene argumentando desde hace varias décadas que los “frenazos súbitos” en los flujos de capital resultan in-

Los flujos de capital hacia Colombia provenientes de vehículos de inversión de corto plazo tuvieron un rally muy positivo en los años 2002-2006, alcanzando un clímax en enero de 2006

convenientes para los países en desarrollo, pues interrumpen su financiación externa y ello genera tensiones en el sistema financiero local e internacional. En muchas ocasiones dichas tensiones llegan a nivel de crisis sistémicas. En parte esta situación explica el “miedo a dejar flotar” la tasa de cambio de los países emergentes.

No obstante, en la medida en que: 1) la inflación ha bajado de forma estructural (a niveles del 4%-5% anual), 2) se ha adquirido una mayor disciplina fiscal, 3) se ha reducido la dependencia del endeudamiento externo (superando el llamado “pecado original”), y 4) se ha acumulado un buen colchón de reservas internacionales, este “miedo a flotar” ha tendido a desaparecer. Paradójicamente, ahora la preocupación tiene que ver con el fortalecimiento de las monedas locales frente al dólar, lo cual exige generar mayor productividad en los mercados emergentes.

La respuesta más inmediata a estas tendencias hacia la apreciación cambiaria ha sido la adopción de “talanqueras” a los flujos de capital de corto plazo. Éstos toman diferentes formas: impuestos, restricciones de giro, supervisión y cumplimiento de plazos, etc. Por ejemplo, durante la crisis asiática (1997-1998) Tailandia, Corea del Sur e Indonesia adoptaron esquemas “ortodoxos” (redujeron el gasto público y apretaron sus políticas monetarias), mientras que Malasia impuso controles administrativos a la salida de capitales. Aunque todavía se debate si en el corto plazo Malasia salió mejor librada que sus vecinos, hacia el mediano plazo la reputación de Malasia frente a la IED se vio negativamente afectada.

Una mejor opción ha sido la de controlar los capitales a la entrada (en vez de a la salida). Para ello se han adoptado los llamados impuestos Tobin, los cuales buscan encarecer el endeudamiento privado de corto plazo. El problema es que este mecanismo con frecuencia encarece el endeudamiento local de las firmas de menor tamaño, altera la composición de plazos e incentiva la entrada de capitales por otras vías (al elevar el diferencial



MAYO 15 DE 2007

PÁGINA 3

de tasas a favor de los portafolios locales). A pesar de estas lecciones, algunos países continúan implementándolos. Por ejemplo, Tailandia adoptó un impuesto Tobin en 2006, después de haber registrado una apreciación de casi el 6% de su *baht*. La mala noticia es que esta medida provocó una gran caída de su mercado bursátil.

En el caso de Colombia, se adoptó este tipo de medidas a través de los "encajes" sobre el endeudamiento externo privado de corto plazo. Por ejemplo, en 1993 se impusieron sobreencajes hasta de 47% para créditos externos inferiores a dieciocho meses. Dichos encajes se fueron reduciendo paulatinamente durante 1997-2000, hasta eliminarlos. La deuda privada externa se redujo de US\$3.920 millones en 1995 a US\$2.267 millones en 1999, aunque es difícil atribuir esta reducción exclusivamente a dicho sobreencaje (ver gráfico 3).

Los años 2000-2004 fueron de libre movilidad de capitales. Sin embargo, la recuperación de los capitales *offshore* (antes comentada) propició la expedición del Decreto 4210 de diciembre de 2004, obligando al capital

Los flujos de capital internacional representan una fuente de financiamiento importante para las economías emergentes. Éstos, sin embargo, presentan una gran volatilidad y de allí la importancia de tratar de discriminar su "vocación" (golondrina vs. permanencia)

invertido en TES a permanecer al menos un año en el país. Pero ante la minicrisis bursátil- TES de abril-junio de 2006, el Gobierno decidió eliminar dicha restricción, con el consecuente repunte de dichos inlfujos de capital ya explicado.

En mayo de 2007 se restituyó la figura de "encajes" para controlar el endeudamiento externo privado de corto plazo. La resolu-

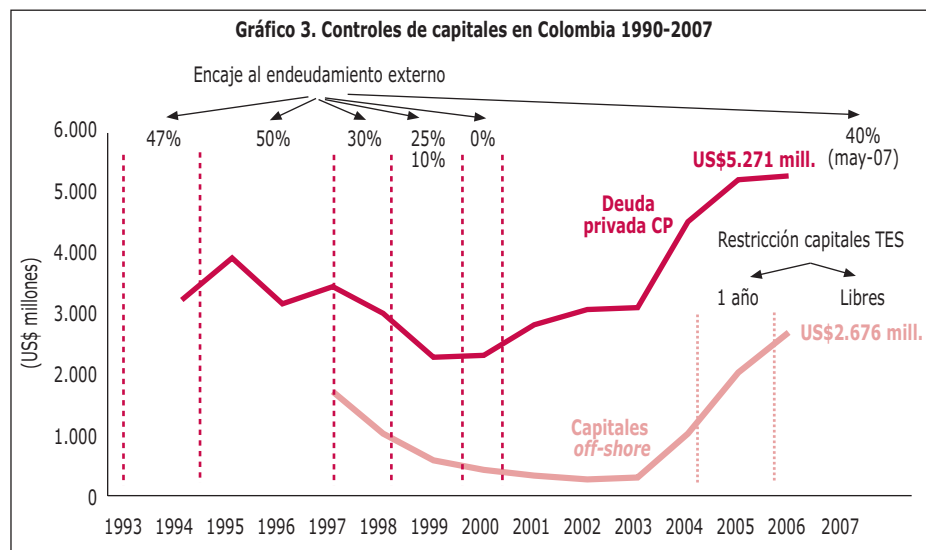
ción externa No.2 de 2007 del Banco de la República impuso un encaje de 40% a este tipo de capitales. Se ha estimado que esta medida generaría un encarecimiento del endeudamiento de corto plazo del orden de 4% (por encima del referente internacional), lo cual tenderá a equilibrarlo con el costo del endeudamiento local.

Conclusiones

Los flujos de capital internacional representan una fuente de financiamiento importante para las economías emergentes. Éstos, sin embargo, presentan una gran volatilidad y de allí la importancia de tratar de discriminar su "vocación" (golondrina vs. permanencia). En el caso de permanencia (IED), la historia enseña las bondades de atraerlos, pues por lo general vienen aparejados de mayor tecnología y encadenamientos productivos a nivel global.

En el caso de temporalidad (capitales *offshore*) es importante evaluar su composición y su impacto sobre la cuenta de capitales. Su control no es nada trivial, pues por lo general las políticas existentes son poco efectivas y pueden distraer a las autoridades de sus metas más fundamentales. Todo esto plantea el dilema de la "trinidad imposible" (control de la inflación, flotación cambiaria y cuenta de capitales flexible).

Como lo mencionamos, se acaba de restituir el encaje sobre el endeudamiento externo de corto plazo. Esta medida puede frenar los inlfujos de capital vía endeudamiento. A mediano plazo, si terminan imponiéndose los fundamentales de nuestra economía (que encierran un déficit comercial del 1% del PIB y un déficit fiscal del 4% del PIB), entonces la relación peso/dólar debería tender a devaluarse al menos 10% real en el curso de los próximos dos años, dejando claro que la actual apreciación venía inducida por la temporalidad de los capitales *offshore* (reforzada por procesos de privatizaciones no replicables hacia el futuro).



Fuentes: Banco de la República, Superfinanciera y elaboración Anif.